

SPAC-osakkeet sijoituskohteena

Jesper Simola

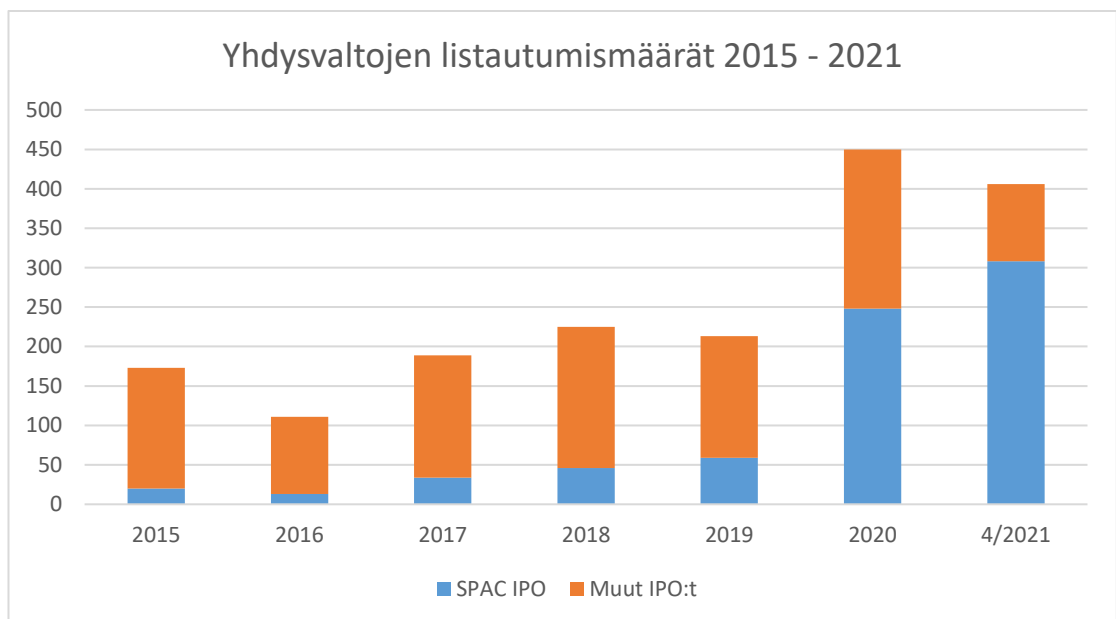
| | |
|--|--|
| Tekijä Jesper Simola | |
| Koulutusohjelma Liiketalouden koulutusohjelma | |
| Opinnäytetyön nimi SPAC-osakkeet sijoituskohteena | Sivu- ja liitesivumäärä 39 + 3 |
| <p>Vuoden 2020 koronaviruksen aiheuttama markkinaromahdus aiheutti suuren kuopan pitkään kestäneeseen merkittävien osakeindeksien noususuhdanteeseen. Suuret indeksit putosivat jopa 30 % yhdessä kuukaudessa. Tämän seurauksena Yhdysvaltain keskuspankki ryhtyi ennennäkemättömiin talouden elvytystoimiin. Elvytys kasvatti huomattavasti markkinoilla liikkuvan rahan määrää, joka puolestaan ruokki jo ennen koronapandemiaa kuumeneita listautumismarkkinoita.</p> <p>Viimeisen parin vuoden aikana hiljalleen suosiota keränneet SPACien (special purpose acquisition company) määrä kasvoi räjähdysmäisesti elvytysvarojen tukemana vuonna 2020, eikä tahti ole hidastunut vuoden 2021 alussa. SPAC-yhtiöt ovat niin sanottuja pöytälaatikoyhtiöitä, joilla ei ole lainkaan liiketoimintaa. Yhtiö suorittaa listautumisannin, jossa kerätyt varat talletetaan tilille. Keräämillään varoilla yhtiö pyrkii ostamaan osan listaamattomasta yhtiöstä ja tuoda sen pörssiin. Tällöin SPAC sulautuu listaamattomaan yhtiöön ja osakkeenomistajien osakkeet muuttuvat uuden yhtiön osakkeiksi.</p> <p>Opinnäytetyön tavoitteena on avata SPAC-yhtiöiden toimintaa ja tutkia millaisia tuottoja niiden osakkeet ovat tarjonneet sijoittajilleen. Tutkimuksessa keskitytään SPAC-yhtiöihin, jotka ovat tuoneet toisen yhtiön pörssiin vuosien 2017–2020 välillä. Kvantitatiivisessa tutkimuksessa tutkitaan osakkeen arvonkehitystä ennen ja jälkeen sulautumisen toisen yhtiön kanssa, sekä SPACien elinkaaren kestoa.</p> <p>Tutkimuksen tuloksissa havaittiin, että SPAC yhtiöiden osakkeiden mediaani arvonnousu listautumisesta sulautumiseen on noin 11,2 %. Vuonna 2020 sulautuneissa vastaava nousu oli 25,3 %. Sulautumisen SPACin kautta listautuneiden yhtiöiden osake kääntyi laskuun ja mediaanitappio vuoden jälkeen oli noin -24,7 %. Keskimääräinen SPACin elinkaari listautumisesta sulautumiseen oli tarkasteluaikavälillä keskimäärin 592 päivää.</p> <p>Tutkimuksesta voidaan päätellä, että SPAC-osakkeet ovat kannattavia sijoituskohteita ennen sulautumista, mutta saadut tuotot häviävät merkittävimpien indeksien tuotoille. Yhtiön osakkeen ostaminen ja pitäminen sulautumisen jälkeen ei ollut vuoden aikavälillä kannattavaa. Osakkeen arvonalaskun takana sulautumisen jälkeen ajateltiin olevan kaksi merkittävää tekijää. SPACia käyttäneiden yhtiöiden spekulatiivinen luonne, sekä SPACin rakentamiseen kuuluvan diluutiota, eli osakekannan laimentamista aiheuttavat tekijät.</p> | |
| Asiasanat SPAC, listautuminen, osakesijoittaminen, osakkeet | |

Sisällys

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Johdanto | 1 |
| 1.1 | Tutkimusongelma ja rajaus | 2 |
| 1.2 | Opinnäytetyön rakenne | 2 |
| 2 | Listautuminen pörssiin..... | 4 |
| 2.1 | Listautumisprosessi | 4 |
| 2.2 | Yrityksen arvonmäärittäminen..... | 6 |
| 2.2.1 | Vertailuyhtiöanalyysi | 6 |
| 2.2.2 | Discounted cash flow (DCF)..... | 7 |
| 2.3 | Listautumisannin hinnoittelu | 7 |
| 2.4 | Listautumisen hyvät ja huonot puolet yritykselle..... | 9 |
| 2.5 | Piensijoittaja listautumisannissa | 10 |
| 3 | Special Purpose Acquisition Company | 11 |
| 3.1 | Historia | 11 |
| 3.2 | Perustaminen ja listautuminen | 12 |
| 3.3 | Pääomarakenne..... | 13 |
| 3.4 | Sulkutili | 14 |
| 3.5 | Kohteen etsintä | 15 |
| 3.6 | Listautuminen SPACin kautta..... | 17 |
| 3.7 | SPAC sijoituskohteena ja kritiikki | 18 |
| 4 | Tutkimus | 20 |
| 4.1 | Aineisto ja menetelmät..... | 20 |
| 4.2 | SPAC ikä | 21 |
| 4.3 | Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista | 24 |
| 4.4 | Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen | 26 |
| 4.5 | Muuta..... | 29 |
| 5 | Pohdinta..... | 30 |
| 5.1 | Miksi sijoittaa SPACiin? | 31 |
| 5.2 | Mahdollisia syitä arvon laskulle | 32 |
| 5.3 | SPAC yritysten tulevaisuus | 34 |
| 5.4 | Tutkimuksen luotettavuus | 35 |
| 5.5 | Jatkotutkimusehdotukset..... | 36 |
| 5.6 | Oman oppimisen arviointi..... | 37 |
| | Lähteet | 39 |
| | Liitteet..... | 42 |

1 Johdanto

Yhdysvaltain listautumismarkkinat käyvät tällä hetkellä todella kuumana. Vuonna 2020 pörssiin listautui yhteensä 450 yhtiötä, 111 %:n nousu edeltäneestä vuodesta. Monissa uutisissa tämän hetken listautumismarkkinoita on verrattu vuosituhaten vaihteen it-kuplaan. Nasdaqin ja NYSE:n pörssiin on listautunut liuta uusia innovatiivisia yrityksiä, joista monien liiketoiminta on vuosien päässä voitollisesta. Koronaviruksen aiheuttaman talouden romahtamisen seurauksena markkinoille on syötetty huomattavat määrät elvytysrahoja ja nyt nämä rahat etsivät sijoituskohteita. Kuumien listautumismarkkinoiden ja liikkeellä olevan pääoman kasvun seurauksena special purpose acquisition company (SPAC) -niminen yhtiömuoto on noussut otsikoihin. Vuoden 2020 450:tä listautuneesta yhtiöstä 248 eli 55 % kaikista yhtiöistä oli SPACeja. Vuoden 2021 ensimmäisen 4,5 kuukauden aikana pörssiin on listautunut 308 SPACia lisää. On hyvä kuitenkin huomioida, että kun mediassa puhutaan SPAC listautumisten suuresta määrästä, tarkoitetaan sillä itse SPACien listautumismäärää, eikä sitä, että yhtiö olisi tuonut listaamattoman yhtiön pörssiin. (SPAC Analytics 2021)



Kuvio 1. Yhdysvaltojen listautumiset vuosittain 2015–4/2021

SPAC on parikymmentä vuotta vanha yritysmuoto, joka viime vuosina on alkanut uutta tuulta alleen. Lyhykäisyydessään special purpose acquisition companyn tarkoituksena on kerätä varoja listautumisannissa sijoittajilta ja käyttää kerätyt varat listaamattoman yhtiön tuomiseen pörssiin sulautumalla yhtiön kanssa. Sulauduttuaan SPAC lakkaa olemasta ja osakkeenomistajien osakkeet muuttuvat uuden listatun yrityksen osakkeiksi. Yhtiö tarjoaa

siis piensijoittajalle mahdollisuuden ostaa listautuvan yrityksen osaketta ennen itse listautumista.

Viime aikoina SPACit ovat tuoneet hyvin spekulatiivisia yhtiöitä pörssiin, koska pääoman runsauden ja lainarahan matalien korkojen takia sijoittajat ovat valmiita ottamaan suurempia riskejä. Nämä listautuneet yhtiöt ovat vasta kehitysvaiheessa vailla kunnollista liikevaihtoa ja niiden arvostus perustuu tulevaisuuden ennustettuihin kassavirtoihin. Juuri tämä spekulatiivisten yhtiöiden listautumismäärän kasvu on aiheuttanut vertailuja it-kuplaan.

1.1 Tutkimusongelma ja rajaus

Opinnäytetyön tarkoituksena on selittää mikä tarkalleen SPAC on ja millaisen sijoitusmahdollisuuden yhtiön osake tarjoaa sijoittajalle. Listautumisanneista ja niiden tuotoista on tehty useita opinnäytetöitä aiemmin, mutta vastaavaa ei ole tehty SPACin kautta listautumisista.

Tutkimuksessa keskitytään SPACeihin, jotka ovat suorittaneet sulautumisen vuosina 2017–2020. Yhtiön elinkaarta ja osakkeiden arvonkehitystä tarkkaillaan ennen ja jälkeen sulautumisen, jotta voidaan selvittää millaisia tuottoja sijoittaja voi odottaa sijoittaessaan näihin arvopapereihin niin lyhyellä, kuin pitkällä tähtäimellä. Tutkimuksen tarkasteluväliksi on valittu 2017–2020, eli tämänhetkisen SPAC villityksen noususuhdan aika. Tarkasteluvälin asettamisella pyritään selvittämään ovatko SPAC osakkeet tarjonneet epänormaaleja tuottoja, jotka selittäisivät niiden kasvaneen suosion.

Opinnäytetyön tutkimuksen pääongelma ja alaongelmat ovat vastaavassa järjestyksessä seuraavat:

- Millaisia tuottoja sulautumisen toteuttaneet SPACit ovat tarjonneet sijoittajilleen vuosina 2017–2020?
- Millainen SPACin elinkaari on?
- Miten osakkeen arvo kehittyy SPACin elinkaaren aikana?
- Vaikuttaako SPACin rakenne listautuvan yrityksen osakkeen arvonkehitykseen?

1.2 Opinnäytetyön rakenne

Opinnäytetyön rakenne koostuu teoreettisesta osasata, empiirisestä tutkimuksesta ja pohdinnasta. Opinnäytetyön viitekehys listautumisen osalta perustuu rahoitusalan kirjallisuuteen. SPAC tietoperusta on rakennettu englanninkielisestä kirjallisuudesta erityisesti aiheesta tehdyistä tutkimuksista ja uutisista. SPACista ei löydy suomenkielistä kirjallisuutta

juuri lainkaan ja englanniksikin hyvin niukasti. Empiirinen tutkimus on tehty kvantitatiivisena tutkimuksena tarkasteltavien yhtiöiden kurssihistoriasta, jotka ovat kerätty käsin eri internetsivustoilta. Tutkimus koskee ainoastaan Yhdysvaltojen pörssiin listattuja SPACeja, sillä yhtiömuoto on erittäin harvinainen Euroopassa. Yhtiöiden merkittävät päivämäärät on otettu Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio SECin EDGAR -hakupalvelusta. Pohdinnassa annan omia näkemyksiä todetusta osakkeiden arvonkehityksestä sekä SPACien tulevaisuudesta.

2 Listautuminen pörssiin

Yrityksen listautumispäätöksen takana voi olla monia syitä. Niistä yleisimmät ovat imagon kehittäminen, osakkeiden likviditeetin parantaminen tai pääoman hankkiminen. (Espinasse 2014, 2) Listautumisen yhteydessä yritys järjestää usein osakeannin sekä -myynnin. Osakeannissa se jakaa uusia osakkeita markkinoille nostaakseen varoja ja laajentaakseen omistajakantaansa. Osakkeilla saadut varat ovat oman pääoman ehtoista rahoitusta, jota yritys ei joudu maksamaan koron kanssa takaisin lainan tapaan. Tämä tekee annista saadusta rahoituksesta paljon joustavampaa. (Knupfer 2018, 34)

Osakeannista saadut varat yritys käyttää yleensä toimintansa laajentamiseen tai velkojen lyhentämiseen. Varojen käyttökohteen yrityksen tulee ilmoittaa antiesitteessä, jotta sijoittajille ilmenee, mitä he rahoituksellaan kustantavat. (Geddes 2003, 8)

Osakemyynnin osakkeet tulevat yrityksen vanhoilta osakkeenomistajilta, jotka haluavat vähentää omistustaan listautumisen yhteydessä. Tyypillisesti tällaisia myyjiä ovat pääomasijoitusrahastot. Osakemyynissä yritys itse ei saa lisää varoja, vaan ainoastaan osakkeita myyvä taho. (Pörssisäätiö 2016, 14)

Osake on osuus yhtiöstä, jonka henkilö saa vastineeksi yhtiöön sijoittamastaan pääomasta. Yritykseen sijoitetut varat muodostavat osakepääoman, joka jakautuu arvoltaan yhtä suuriin osiin osakkeiksi. Se oikeuttaa omistajalleen osan yhtiön tuotoista ja varoista osakkeen hinnanmuutoksen muodossa. Jos yhtiö kasvattaa voittojaan, osakkeen arvo nousee. Jos taas yhtiö tekee tappioita, arvo laskee. (Nasdaq 2017, 17)

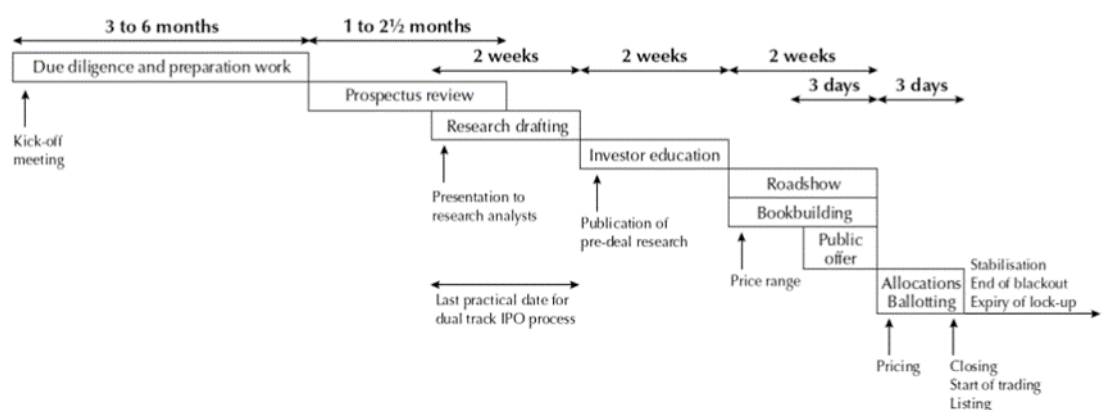
2.1 Listautumisprosessi

Listautumisprosessi alkaa, kun yritys jättää pörssille listalleottohakemuksen. Yritys palkkaa asianajajia, jotka aloittavat due diligence prosessin ja auttavat pörssin säännöstelyn kanssa. Lisäksi yritys joutuu toimittamaan tilinpäätöksensä sekä tulos- ja kassavirtalaskelmansa muutaman vuoden ajalta sekä muuttamaan kirjanpitoaan vastaamaan pörssin vaatimuksia (IFRS tilinpäätös EU:ssa, GAAP USA:ssa), joita varten yhtiö nimittää tilintarkastajia. Due diligence, kirjanpidon ja tarjousesitteen laatiminen voi kestää useita kuukausia. Raporttien ollessa valmiita, ne lähetetään Yhdysvalloissa SECin (United States Securities and Exchange Commission) arvioitavaksi. Arvioinnissa kestää korkeintaan kaksi kuukautta. (Espinasse 2014, 77–80)

Yritys etsii samalla annillensa yhden tai useamman järjestäjän, jonka kanssa listautumisasi-
anti toteutetaan. Suurimpia annin järjestäjiä Yhdysvalloissa ovat JPMorgan, Bank of Ame-
rica, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup ja Credit Suisse. Pankki analysoi listau-
tuvan yrityksen ja tekee sen perusteella arvion yrityksen markkina-arvosta ja osakkeen
merkintähinnasta. (Espinasse 2014, 63–66)

Pankki aloittaa annin markkinoinnin heti listautumisprosessin alussa. Aluksi yrityksen johto
tapaa annin järjestäjän valikoimia ydinsijoittajia, joille esitellään yhtiö sekä sijoitustarina.
Prosessin puolesta välissä pääjärjestäjien osakeanalytikoille tehdään oma esitys, jonka
perusteella analytikot tekevät osaketutkimusraportin. Analytikot esittävät osaketutkimuk-
sen potentiaalisille sijoittajille ja sijoittajilta saadun palautteen perusteella yhtiön arvostusta
ja annin hintaa säädellään. (Pörssisäätiö 2016, 27)

Päästyään sopuun annin hinnoittelusta listautuva yritys ja annin järjestäjä pitävät road-
shown. Roadshown tarkoituksena on pitchata yritystä suurille sijoittajille ja kerätä merkin-
töjä. Listalleottoesite tehdään yhteistyössä annin takaajan kanssa ja esittelijöinä toimii lis-
tautuvan yrityksen ylin johto, toimitusjohtaja ja talouspäälikkö. Ensimmäiset esitykset pi-
detään suurien kaupunkien messukeskuksissa annin takaajan kutsumalle yleisölle. Pie-
nemvät, 1–5 sijoittajan tapaamiset hoidetaan yleensä lounaan yhteydessä. Herättääk-
seen sijoittajien kiinnostus roadshow:lla yrityksellä on hyvä olla mielenkiintoinen yritysta-
rina ja hyvät tulevaisuuden näkymät, sekä selkeä liiketoimintasuunnitelma siitä kuinka yri-
tys saa osan kohdemarkkinoista itselleen kilpailijoilta. Tässä vaiheessa myös piensijoitta-
jalle voidaan järjestää yleisöanti. (Espinasse 2014, 175)



Kuvio 2. Listautumisannin aikajana (Espinasse 2014, 85)

Annin kerättyä tarpeeksi merkintöjä se suoritetaan ja yhtiö siirtyy pörssiin julkisen kaupan-
käynnin kohteeksi. Listautuessaan yritys saa osakkeelleen ”tikkerin”. Se on lyhyt, yleensä

3–4 kirjaimen pituinen kaupankäyntitunnus, jolla yrityksen voi tunnistaa nopeammin. Esimerkiksi Microsoftin tikkeri on MSFT, suomalaisen Koneen KNEBV ja saksalaisen Daimlerin DAI. (Espinasse s.22)

2.2 Yrityksen arvonmäärittäminen

Hinnoittelukseen annin järjestäjät määrittelevät ensin yrityksen arvon. Arvonmäärittämisessä käytetään yleisesti kahta eri tapaa, vertailuyhtiöanalyysiä ja discounted cash flow (DCF)-menetelmää. Näistä menetelmistä ensimmäinen on suositumpi. (Geddes 2003, 77)

2.2.1 Vertailuyhtiöanalyysi

Yrityksen arvo arvioidaan vertailemalla sitä muiden samankaltaisten pörssiyritysten kesken. Yrityksen toimialalta pyritään löytämään saman kokoluokan ja kasvunopeuden yrityksiä ja yritysten tunnuslukuja suhteutetaan toisiinsa. Analyysin käytetyimpiä tunnuslukuja ovat P/E-luku, P/B-luku, EV/EBIT, EV/EBITDA ja EV/S. (Geddes 2003, 77)

P/E (price/earnings) kertoo yrityksen markkina-arvon ja tuloksen suhteen. Luku ilmaisee, että kuinka monessa vuodessa yhtiö tuottaa voittoa siihen sijoitetun rahan verran. (AlmaTalent)

P/B (price/book value) vertaa yrityksen markkina-arvon suhdetta yrityksen taseen omaan pääomaan. (AlmaTalent)

EV/EBIT (enterprise value / earnings before interests and taxes) kuvaa yritysarvon ja liike-tuloksen suhdetta. Yritysarvo saadaan vähentämällä markkina-arvosta korollisten velkojen ja likvidien varojen erotus. Yritysarvo on siis yrityksen velaton markkina-arvo. EV/EBIT kertoo, kuinka monessa vuodessa yritys tekee velattoman arvonsa verran liike-tulosta. (AlmaTalent)

EV/EBITDA (enterprise value / earnings before interests, taxes, depreciation and amortization) on yritysarvon ja käyttökateen suhde. Luku eroaa EV/EBIT-luvusta siinä, että EV/EBITDA ei huomioi poistoja. Luku kertoo, kuinka monta vuotta yrityksellä menisi tehdä velattoman arvonsa verran käyttökateen. (AlmaTalent)

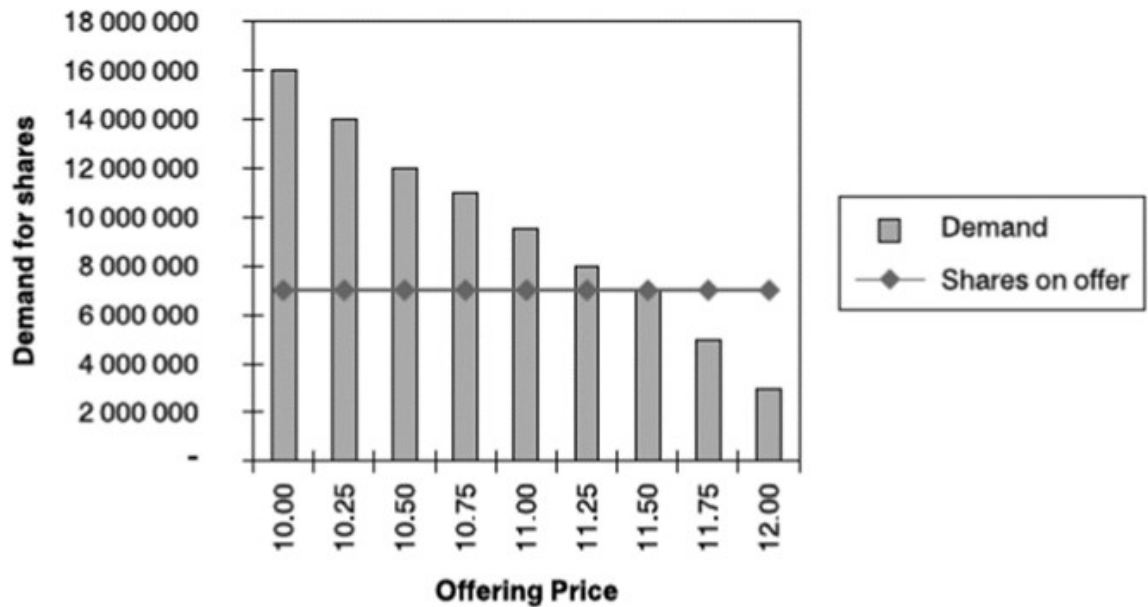
EV/S (enterprise value / sales) kertoo yritysarvon ja liikevaihdon suhteen. (Investopedia 2020a)

2.2.2 Discounted cash flow (DCF)

DCF-menetelmää käytetään, mikäli yritykselle ei löydy markkinoilta sopivaa verrokkiyhtiötä tai yritys on vasta alkuvaiheessa, jolloin suurin osa markkina-arvosta syntyy tulevaisuuden odotuksista. (Geddes 2003, 77) Yritykselle luodaan kassavirtaennuste 5–10 vuodelle ja nämä diskontataan nykyhetkeen käyttäen arvioita yhtiön pääoman kustannuksesta. Tämän laskelman pohjalta määritellään yrityksen arvo. (Pörssisäätiö 2016, 27)

2.3 Listautumisannin hinnoittelu

Listautumisannin hinnoittelussa käytetään kolmea eri tapaa, tarjousmenettely (bookbuilding), kiinteä hinta (fixed price) tai huutokauppa (auction/tender offer). Näistä menetelystä selvästi suosituin on tarjousmenettely. Siinä asetetaan hintahaarukka, esimerkiksi 10–12 euroa osakkeelta, jonka jälkeen potentiaalisilta sijoittajilta kerätään merkintöjä. Sijoittajat merkitsevät kuinka monta osaketta he ovat valmiita ostamaan ja mihin hintahaarukan sisältämään hintaan. Merkintäajan umpeuduttua jälkeen annin järjestäjä myy osakkeet hieman alle sen hinnan, missä anti on merkitty täysin. Eli jos aiemmin mainitun 10–12 € hintahaarukan osakeannissa oli tarjolla 100 osaketta ja 12 eurolla merkittiin 25 osaketta, 11 eurolla 75, 10,50 eurolla 100 osaketta ja 10 eurolla 125 osaketta, anti toteutettaisiin 10–11 euron välillä olevalla hinnalla. 12 euroa osakkeelta tarjonneet saisivat tässä tilanteessa osakkeensa halvemmalla, vaikka olisivatkin olleet valmiita maksamaan niistä enemmän. Annin toteuttaja hinnoittelee osakkeen alle 11 euron varmistaakseen sen jälkimarkkinakysynnän. Alimerkintätapauksessa annin hinta tai koko neuvotellaan uudestaan. Annin järjestäjä lupautuu ostamaan koko osakekannan, kun tietty prosenttiosuus osakeista on merkitty. Liki kaikki suuret listautumisosakeannit toteutetaan käyttämällä tarjousmenettelyä. (Geddes 2003, 57, 72)



Kuvio 3. Tarjousmenettelyssä hinnan määräytyminen (Geddes 2003, 72)

Kiinteä hintaisessa annissa osakkeiden määrä ja hinta määrätään heti alussa. Näin listautuva yritys pyrkii saamaan annista juuri haluamansa varat. Hinnoittelumenetelmän vaarana on, että kaikkia osakkeita ei saada myytyä, mikäli hinta koetaan ylihinnoitelluksi. Annin toteuttaja lupautuu ostamaan osan tai koko osakekannan ennen antia eli yhtiö saa varmasti kerättyä annilla edes jotain varoja. Ostaessaan osakekannan etukäteen annin takaaja ottaa ison riskin, jonka takia osakkeiden ennalta sovittu hinta on todennäköisesti matalampi kuin mitä tarjousmenettelyssä. Alihinnittelulla takaaja pyrkii varmistamaan omistamiensa osakkeiden myynnin. (Geddes 2003, 57)

Annista löytyy myös variaatio ”best efforts fixed price” anti. Anti toteutetaan samalla tavalla kiinteähintaisena, mutta annin järjestäjä ei osta osakekantaa itselleen vaan yrittää parhaansa mukaan myydä osakkeita sijoittajille. Listautuva yritys ja järjestäjä sopivat tarjottavien osakkeiden minimimäärän. Jos kysyntä on alle minimin, anti perutaan kokonaan. Kiinteä hintaista antia yksinään käytetään ainoastaan pienissä listautumisanneissa. (Geddes 2003, 69) Monet annit nykyään ovat tarjousmenettelyn ja kiinteän hinnan sekoitus, joissa osakkeen hinta määritellään suurilla sijoittajilla tarjousmenettelyllä ja loput osakkeet tarjotaan piensijoittajille ennalta määrättyllä kiinteällä hinnalla. (Geddes 2003, 65)

Kolmas vähiten käytetyin hinnoittelukeino on huutokauppamenettely. Osakkeet huutokaupataan instituutionaali- ja piensijoittajille. Huutokauppa alkaa minimihinnasta ja sijoittajat huutavat kuinka monta osaketta he ovat valmis ostamaan missäkin hinnassa. Huutokauppa jatketaan niin kauan, kun nouseville hinnoille tulee tarjouksia. Lopussa huudetut määrät lasketaan korkeimmasta hinnasta alaspäin, kunnes tarjottavien osakkeiden määrä on

täyttynyt. Se hinta, missä kaikki osakkeet ovat merkitty, tulee annin hinnaksi ja kaikki korkeammalla hinnalla huutaneet saavat osakkeensa tällä samalla hinnalla. Tunnetuista yrityksistä Google käytti huutokaupparakennetta omassa listautumisannissaan. (Geddes 2003, 66)

Osakeannin alihinnoittelu on yleinen ongelma yhtiön listautumisessa. Kuten hinnoittelumenetelmistä huomaan, pankit hinnoittelevat annit tarkoituksella alakanttiin varmistaakseen riittävän kysynnän. Listautuvalle yritykselle tämä tarkoittaa pöydälle jäänyttä rahaa. Alihinnoittelu ilmenee ensimmäisen kaupankäyntipäivän osakkeen hinnan päätöksen ja avauksen erotuksena. Keskimääräinen listautumisannin alihinnoittelu vuosina 1980–2020 on ollut noin 18,4 % Yhdysvalloissa. (Ritter 2020)

2.4 Listautumisen hyvät ja huonot puolet yritykselle

Pörssilistautuneen yrityksen markkina-arvo on perinteisesti suurempi kuin yksityisen. Listautuminen nostaa osakkeen likviditeettiä ja sitä kautta hintaa, sillä sijoittajat ovat valmiita maksamaan preemiota likviditeetistä. Julkisesti noteerattuun osakkeeseen voidaan sitoa myös kannustinjärjestelmiä työntekijöille. Osakkeen hinnan noususta voidaan palkita rahallisesti tai osa palkasta voidaan tarjota henkilökunnalle osakkeina. Yritys voi käyttää osakkeita myös maksuvälineenä sulautumisissa ja yritysostoissa. (Geddes 2003, 24)

Jatkuva talousraportointi nostaa yrityksen läpinäkyvyyttä ja laskee täten riskiä ja epävarmuutta yrityksen tulevaisuudesta niin sijoittajien kuin lainantekijienkin näkökulmasta. Tämän ansiosta vieraan pääoman rahoitus on tyypillisesti halvempaa pörssilistatuille yrityksille. Yritys voi myös suorittaa helpommin lisäosakeanteja tulevaisuudessa. (Geddes 2003, 25)

Pörssin tuoma yritykselle myös lisää tunnettavuutta. Kehittynyt imago auttaa yritystä löytämään uusia työntekijöitä ja kasvaneen tarjonnan kautta myös työntekijöiden laatu paranee. Kuluttajat voivat nähdä yrityksen parempana kuin listaamattoman kilpailijan, joka nostaa tuotteiden kysyntää. (Geddes 2003, 26)

Listautumisen huonona puolena on prosessin suuret kulut. Annin takaava investointipankki pidättää 2–7 % kerätyistä varoista itsellään, riippuen annin koosta. Pienemmissä aneissa pidätysprosentti on suurempi kuin isoissa aneissa. Kaikki muut kulut, kuten pörssin listautumismaksu, raporttien laatiminen ja tarkistuttaminen, tilintarkastajien ja kir-

janpitäjien palkkaus ovat suurimmillaan 0,35 % kerätyistä varoista. Listautumisen epäsuorana kustannuksena voidaan nähdä myös potentiaalinen alihinnoittelu. Yhteenlaskettuna listautuva yritys saa vain 80 % potentiaalisesta pääomasta. (Geddes 2003, 26–27, 179)

Kasvanut raportointimäärä ja uuden vaativamman kirjanpitostandardin ylläpito aiheuttaa yritykselle myös lisää juoksevia kuluja. Toisaalta tämä läpinäkyvyys maksaa itsensä takaisin pienentyneiden lainakorkojen muodossa. (Geddes 2003, 26)

Yrityksen perustajat vaarantavat listautumisella asemansa yrityksen johdossa. Listautuminen tuo yritykseen suuren määrän varoja ulkopuolisilta sijoittajilta, jotka odottavat sijoituksilleen tuottoa. Analyytikot ja sijoittajat arvostelevat julkisen yrityksen jokaista päätöstä. Jos osakkeenomistajat kokevat, että johto tekee vääriä valintoja, voivat he äänestyksen kautta nimetä yritykselle uuden johdon. (IPOhub 2017)

Yhtiön osakkeen julkisesta noteerauksesta seuraa myös toinen haittapuoli. Sijoittajat koetaan yrityksen näkökulmasta liian lyhytnäköisiksi, jonka takia heitä on vaikea pitää tyytyväisinä. He keskittyvät liikaa kvartaalin lukuihin, eivätkä he näe yrityksen tekemien valintojen pitkäaikaista vaikutusta. Tämä asettaa paineita johdolle parantaa lukuja kvartaalista kvartaaliin, jolloin pidempiaikaisten investointien tekeminen hankaloituu. Sijoittajien miellyttäminen voi ajaa yritysjohton suosimaan lyhytkantoista strategiaa, vaikka pitkäkantoisen olisi yrityksen kehityksen kannalta suotuisampi. (Geddes 2003, 28)

2.5 Piensijoittaja listautumisannissa

Piensijoittajalla on tunnetusti vaikeampaa osallistua listautumisasiin Yhdysvalloissa. Annin takaava pankki kauppaa osakkeita ensin isoille institutionaalisille sijoittajille, kuten työeläkeyhtiöille, säätiöille ja rahastoille. Vain pieni osa annista päättyy piensaataville, mistä johtuen kaikille halukkaille ei riitä osakkeita. Listautumisprosessin aikana merkintähintaa on myös voitu nostaa useampaan otteeseen ja antiin osallistuva sijoittaja maksaa osakkeista korkeimman hinnan. Lisäksi Yhdysvalloissa osakkeita välittävät yritykset vaativat yksityishenkilöiltä vähittäisnettovarallisuuden osallistuakseen osakeantiin. Esimerkiksi välittäjäyhtiö Fidelity vaatii asiakkailtaan 100 000–500 000 dollarin varallisuuden, riippuen annin toteuttavasta pankista, osallistuakseen antiin. (U.S. News & World Report 2020)

3 Special Purpose Acquisition Company

Special Purpose Acquisition Company (SPAC) on ns. työpöytäyhtiö, joka ei harjoita min-käänlaista liiketoimintaa olemassaolonsa aikana. Sen liiketoimintasuunnitelmana on sulautua toisen yhtiön kanssa. Yhtiö perustetaan ja listataan suoraan Yhdysvaltain pörssiin. Listautumisannilla SPAC kerää pääoman, jolla se pyrkii ostamaan osan listaamattomasta yhtiöstä ja tuoda sen pörssiin. Kohteen löydettyä yhtiö järjestää äänestyksen, jossa osakkeenomistajien tulee hyväksyä kohde. Jos kohdetta ei hyväksytä, yhtiö jatkaa uuden etsimistä. Jos kohde hyväksytään, yhtiöt allekirjoittavat ostosopimuksen ja suorittavat käänteisen sulautumisen. SPAC lakkaa olemasta ja kohdeyhtiö listautuu pörssiin SPAC-yhtiön tilalle. Osakkeen nimi ja lyhenne muutetaan ostetun yhtiön mukaiseksi. Tästä SPACin ja listaamattoman yhtiön sulautumistapahtumasta käytetään nimitystä "De-SPAC". (Investopedia 2020b)

SPACien pitää suorittaa sulautuminen kohdeyhtiön kanssa tai likvidoida varat tietyn ennalta sovitun ajan sisällä yhtiön listautumisesta. Pörssin säännöt sallivat kolmen vuoden periodin, mutta suurin osa SPACeista pyrkii löytämään kohteen 24 kuukaudessa. Mikäli varat likvidoidaan, sen varat jaetaan pro rata osakkeenomistajien kesken. Käytännössä tämä tarkoittaa, että jokainen sijoittaja saa noin 10 dollaria per osake varoja takaisin. (Jog & Sun 2007, 4–6)

3.1 Historia

SPAC juontaa juurensa Yhdysvaltalaisista blank check -yhtiöistä. SPACien tapaan näiden yhtiöiden tarkoituksena on joko sulautua toisen yrityksen kanssa tai yhtiöllä ei ole min-käänlaista liikeideaa taustalla. Blank check -yhtiöt olivat suosittuja 1980-luvulla, jolloin monet huijarit käyttivät yritysmuotoa hyväuskoisten sijoittajien rahojen viemiseen. Yhtiöiden osakkeet olivat niin sanottuja penniosakkeita, joita koski hyvin löyhä lainsäädäntö siihen aikaan. (Heyman 2007, 1)

Huijarit keräsivät varoja kasaan, perustivat blank check -yhtiön, jakoivat yrityksen osakkeet kavereiden kesken ja myivät pienen osan tutulle välittäjälle. Välittäjä alkoi tämän jälkeen levittämään huhuja, että yhtiö olisi sulautumassa erittäin tuottoisan kasvuyrityksen kanssa ja osakkeen hinta alkoi kasvaa huhujen seurauksena. Huhujen levittyä sisäpiiriin kuuluvat soittivat potentiaalisille sijoittajille kertoen, että yhtiö on juuri sulautunut tämän kuvitteellisen kasvuyrityksen kanssa. Huijausta jatkettiin, kunnes kaikki sisäpiiriin kuuluvat olivat saaneet osakkeensa myytyä huikeilla tuotoilla. Myyntien tullessa julki osakkeen arvo

romahti ja uudet osakkeenomistajat omistivat osakkeen, jolla ei ollut todellisuudessa min-käänlaista markkina-arvoa. (Castelli 2009, 243–246)

Estääkseen huijaukset kongressi tiukensi penniosakkeiden lainsäädäntöä vuonna 1990. Uuden lainsäädännön seurauksena blank check -yhtiöiden tulee raportoida tekemisistään useammin osakkeenomistajille ja yhtiöön sijoitetut varat listautumisannin yhteydessä pitää tallettaa sulkutilille säilöön, kunnes yhtiö toteuttaa sulautumisesta toisen kanssa. Lisäksi osakkeenomistajille on tarjottava mahdollisuus lunastaa osakkeensa, mikäli he eivät ole tyytyväisiä kohdeyritykseen. Uusi lainsäädäntö toimi ja huijaukset loppuivat. (Castelli 2009, 250–252)

Ensimmäisen uutta lainsäädäntöä noudattavan blank check -yhtiön perusti David Nussbaum vuonna 1993 ja uudelleennimesi yhtiön special purpose acquisition companyksi välttääkseen yhtiömuodon aiempaa huonoa mainetta. (The Wall Street Journal 2021) SPACien suosio alkoi kasvamaan 2000-luvun puolivälissä, kun pienyhtiöillä oli vaikeuksia kerätä rahaa listautumisanneilla ja vuonna 2007 jopa 66 SPAC yritystä listautui pörssiin. Finanssikriisi romautti listautumisten määrän ja vuotuiset SPAC listautumiset putosi 10 listautumiseen vuosittain. Vuodesta 2017 SPAC listautumisten määrä on ollut nousussa ja vuonna 2020 248 SPAC yritystä listautui pörssiin. (SPAC Analytics 2021)

3.2 Perustaminen ja listautuminen

SPACin perustajaa kutsutaan sponsoriksi. Sponsor on yleensä yksityisiin yhtiöihin sijoitava pääomasijoitusyhtiö tai muu suuri institutionaalinen sijoittaja. Sponsor palkkaa johdoryhmän, jolla on aiempaa kokemusta kohdealasta hoitamaan SPACia. Sponsor ja johtoryhmä vievät SPACin läpi listautumisprosessin. (Berg, Harder & Jean. 2019, 58)

Listautuminen Yhdysvaltain pörssiin (NYSE tai NASDAQ) toteutetaan samalla tavalla kuin tavanomaisen yhtiön listautuminen. SPAC tekee rekisteröinti-ilmoituksen Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissiolle SECille ja selvittää SECin mahdolliset huomautukset. SPACilta ei listautumisen yhteydessä vaadita mitään historiatietoja tai liiketoimintasuunnitelmaa. Tärkeimmät tositteet ovat kuinka kauan yritysostoa voidaan maksimissaan etsiä ja lupaus, että sijoittajat saavat yritykseen sijoittamansa rahansa takaisin niin halutessaan. (Layne, & Lenahan. 6.7.2018)

SPACilla ei saa olla kohdeyhtiötä tiedossa listautumisen yhteydessä. Mikäli yhtiö olisi jo kohdeyhtiön kanssa käymässä neuvotteluja mahdollisesta sulautumisesta, listautumisessa vaadittaisiin tiedot myös kohdeyhtiöstä, joka pitkittäisi koko prosessia huomattavasti

ja se alkaisi muistuttamaan jo normaalia listautumista. SEC vaatiikin yhtiöltä varmistusta, että kohdetta ei ole vielä tiedossa listautumishetkenä. (Forbes. 2020)

Tämän jälkeen yhtiö etsii osakeannillensa takaajan ja toteuttaa tämän kanssa ”road shown”, jossa tavataan sijoittajia ja pyritään keräämään merkintöjä. Road showssa SPACin johtoryhmä esittää yrityksen vision ja oman kokemuksensa kohdealasta. Kun osakkeita on merkitty tarpeeksi, SPAC ja annin toteuttaja solmivat sitovan sopimuksen, missä annin toteuttaja ostaa yrityksen lopun osakekannan ja myy sen osakeannissa eteenpäin. (Layne & Lenahan. 6.7.2018)

SPAC-yhtiön listautumisen kulut poikkeavat perinteisestä listautumisesta. Perinteisessä listautumisessa osakeannin toteuttaja pidättää kerätyistä varoista noin 5–7 %. SPACin listautumisessa tyypillinen pidätysprosentti on 2 %, jonka lisäksi 3,5 % siirretään syrjään. Mikäli SPAC-yhtiö löytää kohteen ja sulautuminen toteutuu, saa annin takaaja tämän 3,5 %. Jos kohdetta ei löydy, kyseinen summa käytetään loppujen kerättyjen varojen kanssa sijoittajille takaisinmaksamiseen. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)

Normaalin, liiketoimintaa harrastavan yrityksen listautumiseen verrattuna SPACin listautuminen on huomattavasti nopeampaa. Yhtiöltä ei löydy aiempia tilinpäätöstietoja tai muita mahdollisia riskejä aiheuttavia tekijöitä, jotka voisivat estää listautumisen. Koko prosessi perustamisesta pörssilistautumiseen voi kestää parhaimmillaan vain kahdeksan viikkoa. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)

3.3 Pääomarakenne

Listautumisannissa SPAC myy yksiköitä yleensä 10 dollarilla, jotka sisältävät osakkeen, warrantin ja joissakin tapauksissa osan oikeudesta uuteen osakkeeseen. Yksiköillä itsessään voi käydä välittömästi kauppaa jälkimarkkinoilla ja ne jakautuvat keskimäärin 45 päivän kuluessa osakkeisiin ja warrantteihin. (Klausner, Ohlrogge & Ruan. 2020, 7)

Warrantit ovat arvopapereita, jotka saavat arvonsa toisesta kohde-etuudesta, kuten osakkeesta tai indeksistä. Warrantin omistaminen ei tarkoita, että sijoittaja omistaisi myös kohde-etuuden. Warrantti ei siis oikeuta esimerkiksi kohde-etuutena toimivan osakkeen osingon saamiseen. Ne ovat option kaltaisia johdannaisia, joilla voi käydä kauppaa osakkeiden tapaan markkinoilla. Warrantin omistaja saa oikeuden ostaa tai myydä kohde-etuuden etukäteen määrättyyn toteutushintaan warrantin päättymispäivänä. Warranttien maturiteetti vaihtelee yhden kuukauden ja yli kolmen vuoden välillä. (Nelskylä 2009)

Warrantti oikeuttaa uuden osakkeen ostoon 11,50 dollarilla, mikäli yksikön hinta annin yhteydessä oli 10 dollaria (15 % korkeampi kuin annin hinta). Warrantilla ostettavan osakkeen koko vaihtelee $\frac{1}{4}$ osakkeesta kokonaiseen osakkeeseen. Mikäli yksikön ohella saa oikeuden osakkeeseen, oikeuttaa yksi osake yhteen kymmenesosaan uutta osaketta. Tämä tarkoittaa, että joka kymmentä ostettua osaketta kohden sijoittaja saa yhden uuden osakkeen, jos SPAC sulautuu toiseen yhtiöön. (Klausner, Ohlrogge & Ruan. 2020, 7) Warrantin osakeoption voi käyttää aikaisintaan kuukausi De-SPAC tapahtuman jälkeen. (Benzinga 2021)

Sponsori ja osa yhtiön johdosta saa yhteensä 25 % yhtiön osakekannasta yleensä 25 000 dollarin hintaan. Näitä osakkeita kutsutaan vapaasti suomennettuna perustajaosakkeiksi (Founders share) ja ne toimivat sponsorin kompensaationa kaikesta työstä SPACin eteen, sillä sponsori ei nosta yrityksestä palkkaa. Tämän lisäksi sponsori ja johtoryhmä voivat ostaa lisää osakkeita ja warrantteja listautumisannin yhteydessä. Näin ostettujen sijoitustuotteiden tuotolla rahoitetaan listautumisannin ja yrityksen juoksevat kulut sillä aikaa, kun yhtiö etsii kohdetta. Sponsorin ja johdon yhtiöön sijoittamat rahat vastaavat noin 2–6 % yrityksen keräämistä varoista. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)

Perustajaosakkeilla ei voida käydä kauppaa, vaan ne muuttuvat normaaliksi osakkeiksi de-SPAC tapahtuman yhteydessä. Perustajaosakkeet saavat kattaa enintään 20 % listalle tuotavan yhtiön koko osakekannasta. Tämän lisäksi perustajaosakkeiden omistajilta on kielletty kaupankäynti vähintään 180 päiväksi listautumispäivän jälkeen. Jos SPAC ei löydä kohdetta ja se likvidoidaan, perustajaosakkeita ei huomioida varojen jaossa, eli sponsori jää tyhjin käsin. (Klausner, Ohlrogge & Ruan. 2020, 20)

3.4 Sulkutili

Osakeannin päättymisen yhteydessä SPAC perustaa sulkutilin, jonne kaikki annista saadut varat talletetaan. Tiliä hoitaa annin taannut pankki. Sijoitustilin varat sijoitetaan yleensä lyhytaikaisesti Yhdysvaltain valtion velkakirjoihin tai ne pidetään käteisenä tilillä. Varat tililtä käytetään ainoastaan seuraaviin tarkoituksiin:

- Toisen yhtiön kanssa sulautumiseen.
- Varojen palauttamiseen niille sijoittajille, jotka ovat tyytymättömiä sulautumiskohteeseen.
- 3,5 % maksamiseen annin järjestäneelle de-SPAC yhteydessä.
- Sulautumisen jälkeen tilille mahdollisesti jääneet varat siirtyvät uuden yrityksen käyttö-pääomaksi.

Sijoitustilille kertyneitä tuottoja SPAC-yhtiö saa nostaa ja käyttää juoksevien kulujen maksamiseen. Vuosittain sallittu nostettava summa on yleensä rajattu sijoitustilin perustamisen yhteydessä solmitussa sopimuksessa. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)

Säännöstelyn mukaan SPACin tulee tarjota osakkeenomistajille mahdollisuus lunastaa osakkeensa kohdeyrityksen julkaisun ohessa. Tämä tarkoittaa sitä, että kohdeyritykseen tyytymättömät sijoittavat saavat osakkeistaan maksaman pääoman takaisin ja lisäksi sille kertyneen koron. Osakkeenomistajien ei ole pakko äänestää sulautumisen puolesta tai vastaan voidakseen vaatia sijoittamansa pääoman palautusta. Lunastusoikeus koskee kaikkia osakkeenomistajia, eikä vain niitä, jotka sijoittivat yritykseen listautumisannissa. Lunastusoikeus raukeaa muutama päivä ennen sulautumista. (Klausner, Ohlrogge & Ruan. 2020, 7–8)

3.5 Kohteen etsintä

Listautumisen jälkeen yhtiö pyrkii etsimään sulautumis- tai ostokohdetta. Kohteen etsintäprosessissa SPAC kerää aluksi suunnilleen noin 100 yhtiön listan lupaavista kohteista. Tämä lista kapenee suunnilleen 15 mahdolliseen kohteeseen. Lopuksi SPAC tekee alustavat sopimukset kolmen yhtiön kanssa, joista yksi lopulta ostetaan. Liian nopea kohteen löytäminen voi herättää kysymyksiä sijoittajissa SPACin tekemän taustatyön laadusta ja taas liian pitkä kohteen löytämisaika aiheuttaa SPACille vaikeuksia löytää uusi kohde, jos ehdotettu ei saa suosiota sijoittajien kesken. (Cumming, Hass & Schweizer. 2012, 29–30)

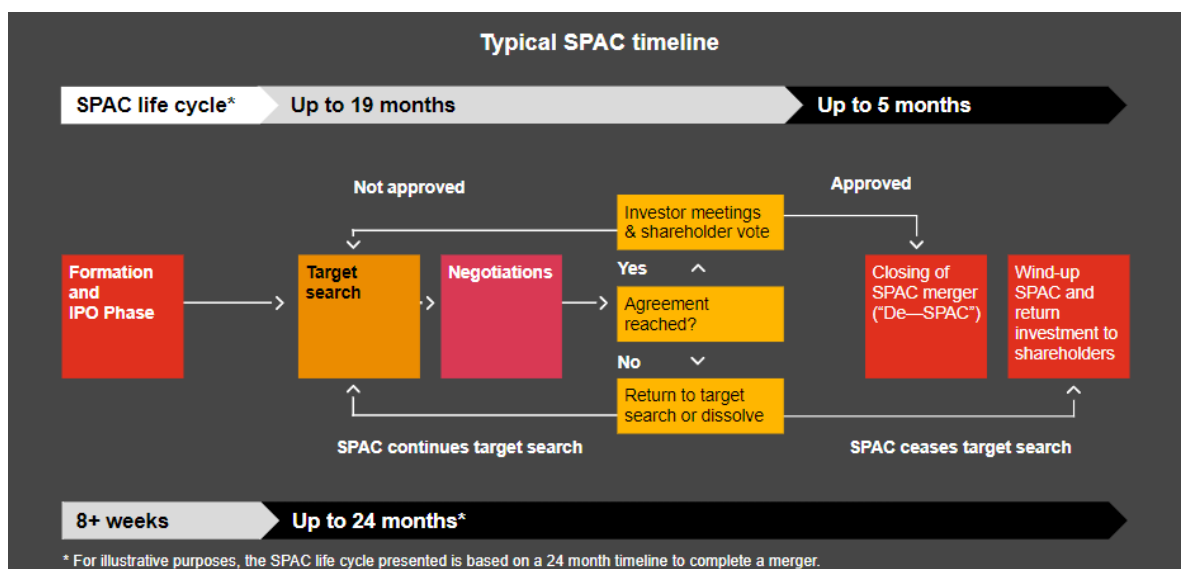
Pörssin sääntöjen mukaan De-SPAC tapahtuma on käytävä sellaisen yhtiön kanssa, jonka markkina-arvo on vähintään 80 % SPAC yrityksen tilillä olevista varoista. Käytännössä SPACit pyrkivät sulautumaan yhtiön kanssa, jonka arvo on vähintään kahden tai kolminkertainen SPACiin verrattuna. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)

Kohteen löydettyään SPAC julkaisee tiedotteen osakkeenomistajilleen, jossa se ilmoittaa alkavista neuvotteluista kohdeyhtiön kanssa. Samalla kohdeyhtiö julkaisee itsestään yhtiöesityksen sijoittajille. Mikäli SPAC tarvitsee lisää pääomaa sulautumiseen tai muihin kuluihin, voi sponsori lainata ne yhtiölle. Ennen hankintasopimuksen allekirjoittamista SPAC-yhtiö usein hankkii lisärahoitusta kolmansilta osapuolilta niin sanotun PIPE (Private Investment in Public Equity) -rahoituksen kautta yrityshankinnan rahoittamiseksi. PIPE-sijoittajat saavat yhtiön osakkeita ja warrantteja alihintaan rahoitustaan vastaan. PIPE-sijoittajien kiinnostusta yritysostoa kohtaan tiedustellaan sopimusneuvotteluiden loppuvaiheessa, kun kaupan arvo on selvillä. Jos kauppa ei herätä tarpeeksi kiinnostusta PIPE sijoittajissa, joudutaan sen arvo neuvottelemaan uudestaan. Sijoittajien osakkeiden lunastus ja PIPE-

sijoittajien mielenkiinto yhtiötä kohtaan toimii SPACille eräänlaisena markkinahinnan tarkastuksena ennen listautumista. (Investopedia 2020c; Berg, Harder & Jean. 2019, 59)

Tämän jälkeen yhtiö julkaisee ilmoituksen lopullisesta ostosopimuksesta ja mahdollisista lisärahoituksista. Sopimuksen solmittua SPAC järjestää pakollisen äänestyksen, jossa osakkeenomistajat äänestävät sulautumisen puolesta tai vastaan. Yritystalon tulee hyväksyä yli puolet osakkeenomistajista ja ehdotettua ostoa ennen korkeintaan 20 % kerätyistä rahavaroista saa olla lunastettu. (Jog & Sun 2007, 6)

Äänestyksessä myös perustajaosakkeilla on äänioikeus, eli automaattisesti ainakin 20 % äänistä on sulautumisen puolesta. Jäljellä olevista äänistä 37,5 % tulee olla myönteisiä sulautumisen hyväksymiseksi. Mikäli sulautuminen saa tarpeeksi myönteisiä ääniä ja rahoitus sekä muut sopimuskohtaiset edellytykset ovat täytetty, sulautuminen viedään loppuun. SPAC ja kohdeyritys muodostavat uuden pörssilistatun yhtiön. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)



Kuvio 4. SPAC yhtiön elinkaari (PwC 2020)

Jos SPAC ei ole löytänyt ennalta sovitun ajan sisällä kohdetta, yhtiö voi pitää osakkeenomistajien kesken äänestyksen yrityksen toiminnan jatkamisesta vielä vuodella. Mikäli jatkoa ei hyväksytä, SPACin varat likvidoidaan ja se lakkautetaan. Sulkutilillä olevat varat jaetaan pro rata sijoittajien kesken ja warrantit sekä perustajaosakkeet raukeavat arvottomina. (Layne, R & Lenahan B. 6.7.2018)

3.6 Listautuminen SPACin kautta

SPAC toimii listaamattomille yhtiöille vaihtoehtona perinteiselle listautumiselle. Perinteistä listautumista pidetään yleisesti hitaana ja kalliina tapana päästä julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Antiin valmistautuminen ja sen loppuun suorittaminen kestää keskimäärin 18–24 kuukautta ja annin takaaja pidättää kerätyistä varoista 2–7 % itselleen. Jos tähän otetaan vielä huomioon annin alihinnoittelu, joka oli Yhdysvalloissa vuosina 1980–2020 keskimäärin 18,4 %, jää huomattava osuus potentiaalisista varoista pöydälle. (Ritter 2020) Yleisen käsityksen mukaan SPAC-yhtiötä käyttämällä listautuva yhtiö välttää alihinnoittelun, sillä yhtiö sopii saatavista varoista etukäteen. (Klausner, Ohlrogge & Ruan. 2020, 3)

SPACin kautta listautumisessa on useita etuja verrattuna perinteiseen listautumiseen. Usein De-SPAC tapahtuman jälkeen SPACin johtoryhmä jää listautuneen yhtiön hallitukseen tarjoamaan asiantuntijuuttaan ja täten auttaa yritystä kasvamaan. Tämän takia onkin erityisen tärkeää, että SPAC-yhtiön johdolta löytyy aiempaa kokemusta kohdetoimialasta. Kokemus toimii kilpailuetuna, kun listaamatonta yhtiötä lähestyy useampi SPAC. (Gahng, Ritter & Zhang 2021, 9)

Toinen usein mainittu kilpailuetu on listautumisprosessin nopeus. Neuvottelujen aloittamisesta kohdeyhtiön kanssa listautumiseen kestää keskimäärin noin 3–5 kuukautta. Aika on erityisen tärkeää yrityksille, joiden toimiala käy kuumana markkinoilla. Esimerkiksi vuonna 2020 Teslan osakkeen noustessa 743 % suuri määrä erikokoisia sähköautoihin liittyviä yhtiöitä listautui pörssiin SPAC-yhtiön kautta hyötyäkseen nousevista kurseista. On hyvä kuitenkin huomioda, että vaikka prosessi on paljon nopeampi, vaatii SEC listautuvalta yhtiöltä kaikki samat asiakirjat mitä normaalisti listautuvalta yhtiöltä vaaditaan. SPAC on siis nopeampi muttei helpompi tapa listautua pörssiin. (Gahng, Ritter & Zhang 2021,12)

SPACin avulla listautuvalla yhtiöllä on myös mahdollisuus antaa ennusteita tulevien vuosien liiketoiminnan avainluvusta ilman oikeudellista vastuuta. Yhdysvaltain sulautumisia koskeva lainsäädäntö tarjoaa syytesuojan sulautumisen ohessa tehdyille ennusteille. Perinteisessä listautumisessa tällaista syytesuojaa ei löydy ja tämän takia ennusteet jätetään usein julkaisematta. Monella SPACin kautta listautuneella yrityksellä ei ole ollut listautumishetkellä edes olemassa olevaa liikevaihtoa, vaan koko markkina-arvo on perustunut etenkin aiemmin mainittujen sähköautoiluun liittyvien yhtiöiden kohdalla tulevaisuuden ennusteisiin. (Gahng, Ritter & Zhang 2021,13)

SPAC tarjoaa myös enemmän varmuutta saatavista varoista listaamattomalle yhtiölle. Perinteisessä listautumisannissa osakkeen hinta ja annin tuotto on tiedossa vasta kauan

kestäneen prosessin lopussa. SPAC tarjoaa alustavan hintatarjouksen heti neuvotteluiden alussa ja listautuvalla yhtiöllä on mahdollisuus neuvotella tätä summaa korkeammaksi. Epävarmuutta De-SPACissa saataviin varoihin tuo osakkeenomistajien mahdollisuus lunastaa osakkeet ennen tapahtumaa. Jokainen lunastus vähentää pääomaa, jota tarjota toiselle yhtiölle. Tämän takia osapuolet sopivat myös minimi rahamäärän, jolla sulautuminen vielä viedään läpi. Valitettavasti lunastaminen on hyvin yleistä, joka on johtanut tilanteisiin, jossa koko sopimus on kaatunut. Joissakin tilanteissa kohdeyhtiö on tyytynyt alempaan hintaan, jos neuvotteluja on käyty jo pidemmän aikaa. Kieltäytyminen sulautumisesta heittäisi neuvotteluihin käytetyn ajan hukkaan ja yhtiö joutuisi käyttämään lisää resursseja uuden listaajan löytämiseen. (Gahng, Ritter & Zhang 2021,2)

3.7 SPAC sijoituskohteena ja kritiikki

SPAC on hyvin erilainen sijoituskohde muihin liiketoimintaa harjoittaviin yhtiöihin verrattuna. Listautumisessa sijoittajat sijoittavat yritykseen sen sponsorin ja johtoryhmän perusteella, koska kohdeyritystä ei ole tiedossa. Mitä kuuluisampi yhtiö tai henkilö SPACin taustalla toimii, sitä enemmän huomiota ja varoja se kerää. Tämä on johtanut siihen, että tunnetuilla henkilöillä kuten Shaquille O'Nealilla, Serena Williamsilla ja Jay-Z:lla löytyy kytköksiä SPAC-yhtiöihin. (Benzinga 2021)

Sijoitus voidaan nähdä pääomasijoituksena ennalta määräämättömään yritykseen, johon normaalisti yksityisellä sijoittajalla ei olisi mahdollisuutta sijoittaa ennen listautumista. Houkuttelevin ominaisuus sijoittajan kannalta piilee mahdollisuudessa lunastaa omat osakkeensa, mikäli ei ole tyytyväinen kohteeseen. Tämä mahdollisuus tarjoaa sijoittajalle suojan arvonalenemiselta niin kauan kun yhtiö etsii kohdetta. Sen lisäksi sijoitukselle kertyy jatkuvasti pientä korkoa, koska suojatilin varat ovat valtion velkakirjoissa. Tämän takia osakkeen arvo pysyy vähintään 10 dollarin tuntumassa aina De-SPAC tapahtumaan saakka, jolloin lunastusoikeus raukeaa. Monella SPAC-osakkeella viime aikoina on ollut tapana nousta kymmeniä prosenteja kohdeyrityksen julkistamisen yhteydessä, jonka ansiosta osakkeen riski-tuotto-suhde vaikuttaa varsin houkuttelevalta. Kuitenkin heti De-SPACin jälkeen usean osakkeen arvo putoaa. (Collins 2012, 8)

SPACin rakenteesta erityisesti kolme tekijää on saanut kritiikkiä osakkeen yksityissijoittajien keskuudessa: perustajaosakkeet, warrantit ja lunastamisoikeus.

Perustajaosakkeiden tarkoituksena on toimia johdon kannustimena löytää kohdeyritys ja viedä sulautuminen loppuun. Esimerkiksi Longview Acquisition Corporationin SECille toimittamasta lomakkeesta selviää, että yritys jakoi 10 350 000 perustajaosaketta 25 000

dollarilla eli noin 0,0024 dollaria per osake. (Longview Acquisition Corp. S-4/A, 108) Sponsor ja johto siis tekevät huomattavaa tuottoa osakkeillaan riippumatta osakkeen hinnasta sulautumisen jälkeen.

Longview esimerkki ei kerro koko totuutta sponsorin ja johdon tuotoista. Kuten aiemmin mainittu, he sijoittavat yritykseen lisäksi omia varojaan, jotka laimentavat tuottoja. Jog & Sun (2007) tekemässä tutkielmassa analysoitiin 62 SPAC yritystä vuosilta 2003–2006. Tutkimuksessa huomattiin, että sponsorin epänormaali mediaanituotto SPACin perustamisesta seuraavasta päivästä De-SPACiin oli noin 1900 %. Tällä samalla aikavälillä yksittäisen sijoittajan tappio oli -3 %.

Lewellen (2009) totesi omassa tutkielmassaan tutkittuaan SPACit vuosilta 2003–2008, että yksityinen sijoittaja saa SPACeistä positiivisia tuottoja kohdeyrityksen julkaisemisesta De-SPAC tapahtumaan, mutta tämän jälkeen osakkeet tekevät tappiota. Lewellenin mielestä negatiivisen tuoton syynä on warranttien ja perustajaosakkeiden osakekantaa laimentava vaikutus sulautumisen jälkeen. Tätä diluutiota ei huomioida osakkeen hinnassa ennen kuin osakkeen lunastusoikeus on mennyt umpeen.

Vaikka lunastusoikeus onkin yksi houkuttelevimmista SPACin ominaisuuksista, on se myös yksi sen ongelmallisimmista. Lunastamisoikeus on jokaisella omistajalla huolimatta siitä, että äänestivätkö he sulautumisen puolesta vai vastaan. Lunastusoikeiden käyttänyt menettää osakkeensa, mutta saa pitää omistamansa warrantit. Eli listautumisannissa sijoittanut saa sijoittamansa summan takaisin kertyneen koron kera ja säilyttää vielä mahdollisuuden lisätuottoihin warranttien muodossa. Vuosina 2019–2020 sijoittajat, jotka lunastivat osakkeet ja pitivät warrantit saivat investoinnilleen 11,6 % vuotuisen tuoton. Samalla aikavälillä tehdyissä De-SPACeissa 73 % varallisuudesta lunastettiin ennen sulautumista. Lunastaminen antaa siis sijoittajille niin hyvän riskittömän vuotuisen tuoton, että he eivät halua ottaa riskiä ja pitää varojaan yhtiössä läpi sulautumisen. Suurien lunastusmäärien johdosta SPAC-yhtiö joutui korvaamaan puuttuvat varat joko PIPE-rahoituksella tai sponsorin lisärahoituksella välttääkseen sopimuksen kaatuminen. (Klausner, Ohlrogge & Ruan. 2020, 10–17)

4 Tutkimus

Tutkimuksessa tarkastellaan Special Purpose Acquisition Company -osakkeiden arvonkehitystä ennen ja jälkeen käänteisen sulautumisen. Lisäksi tutkitaan, että kuinka kauan SPACilla kestää löytää kohde, jonka kanssa suorittaa sulautuminen. Tarkoituksena on selvittää kuinka pitkä SPAC yhtiön elinkaari on ja missä vaiheessa yrityksen osakkeeseen kannattaa piensijoittajan sijoittaa mahdollisten tuottojen maksimoimiseksi.

Tarkasteluaikaväliltä 1.1.2017 - 31.12.2020 kerättiin 118 Yhdysvaltain pörssiin listattua SPAC yritystä, jotka suorittivat De-SPACin toisen yrityksen kanssa. Näistä yrityksistä 109 on edelleen kaupankäynnin kohteena. Yhdeksästä yrityksestä neljä sulautui toiseen yritykseen, yksi meni konkurssiin ja neljä poistui pörssilistalta. Tutkimuksessa keskitytään 109:ään edelleen listattuun yritykseen. Tulokset ovat jaoteltu vuosittain, jotta tuloksista ilmenee kuinka SPAC villitys on mahdollisesti vaikuttanut yhtiöiden arvonkehitykseen sekä kaikki yhteenlaskettuna.

4.1 Aineisto ja menetelmät

Osakkeiden kurssihistoria on saatu Yahoo Financen, Seeking Alphan, Nasdaqin ja New Yorkin pörssin verkkosivuilta. Kurssihistoriat on kerätty 31.3.2021 saakka. SPAC yhtiöiden alkuperäiset kassavara- ja yhtiötapauhtumatiedotteet ovat hankittu Yhdysvaltain arvopaperi ja pörssikomission EDGAR hakupalvelusta.

Tutkimuksessa ei huomioida warranttien arvonkehitystä. Osakkeita analysoidaan piensijoittajan näkökulmasta, joka ei ota lisäriskiä warranttien muodossa. Kaikki osakkeiden arvot on ilmoitettu dollareina ja ne on otettu kyseisen päivän päätösarvosta. Mikäli hintakehitystä laskiessa päivämäärä on osunut viikonlopulle tai pyhälle, arvo on otettu seuraavan mahdollisen kaupankäyntipäivän päätösarvosta. Hintakehitystä laskiessa ei ole myöskään otettu huomioon veroja tai kaupankäyntikuluja, vaan havainnot perustuvat puhtaasti osakkeiden arvoihin. Myös osinkoja ei ole otettu huomioon. Opinnäytetyössä tarkastelluista yhtiöistä vain muutama maksoi omistajillensa osinkoa.

IPO päivällä tarkoitetaan tutkimuksessa osakkeen ensimmäistä kaupankäyntipäivää eli päivää, jolloin yksiköt ovat jakautuneet osakkeisiin ja warrantteihin. Yksiköt jakautuvat keskimäärin 45–52 päivää yrityksen listautumisesta. Yritys ilmoittaa tarkan päivän SECille toimittamassaan S-1 raportissa. Yksiköt myydään sijoittajille 10 dollarin hintaan. Hajotessaan yksikön hinta jakautuu osakkeen ja warrantin kesken. Tämän vuoksi osakkeen arvo

on usein alle 10 dollaria ensimmäisenä kaupankäyntipäivänään. Aikoja laskiessa IPO päivä on yhtiön listautumispäivä.

DA lyhenne tulee sanoista Definitive Agreement ja se tarkoittaa päivää, jolloin SPAC ja kohdeyhtiö kertovat julkisesti, että ovat päässeet sulautumisesta alustavaan sopimukseen.

Sulautumispäivämäärä on sulautumisen seurauksena syntyneen yrityksen osakkeen ensimmäinen virallinen kaupankäyntipäivä. Osakkeiden lunastamisoikeus päättyy muutama päivä ennen varsinaista sulautumista, joten osakkeen arvo kyseisenä päivänä voi olla reilustikin alle 10 dollaria.

Hintakehitystä seurataan monella eri ajanjaksolla. Ennen De-SPACia osakkeen hintaa tarkastellaan osakkeen ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä ja DA:n julkaisupäivänä. De-SPACin jälkeen tutkitaan osakkeen hintakehitystä 30 päivän, 90 päivän, 180 päivän ja vuoden ajanjakson jälkeen. 30 päivän kurssista ilmenee, kuinka osake käyttäytyy, kun osakkeen lunastusoikeus ei ole enää voimassa ja markkinareaktio tähän on laantumassa. 90 päivän jälkeen yhtiö on todennäköisesti julkaissut ensimmäistä kertaa kvartaalinsa tulokset julkisena osakeyhtiönä. 180 päivän ja vuoden välillä perustajaosakkeiden ja warranttien kaupankäyntikielto raukeaa, sekä PIPE-sijoittajat saavat alkaa käymään kauppaa omistamillaan osakkeillaan. Hinnan muutosprosentit on laskettu käyttämällä seuraavaa kaavaa:

$$\text{Muutosprosentti} = \frac{X_{(t+1)} - X_{(t)}}{X_{(t)}}$$

jossa $x_{(t+1)}$ on uusi havainto ja $x_{(t)}$ on vanha havainto.

4.2 SPAC ikä

Taulukko 1. SPAC-yhtiöiden elinkaari 2017–2020

| | | IPO-DA | DA-Sul. | IPO-Sul. |
|---------------|---------------|--------|---------|----------|
| Kaikki | Keskiarvo | 454 | 138 | 592 |
| | Keskihajonta | 225 | 69 | 239 |
| | Pienin | 51 | 51 | 141 |
| | Alaneljännnes | 262 | 96 | 397 |
| | Mediaani | 443 | 116 | 587 |
| | Yläneljännnes | 626 | 158 | 800 |
| | Suurin | 1091 | 480 | 1248 |

SPAC yrityksellä tarkasteluajanjaksolla kesti keskimäärin 454 päivää löytää kohde. Kohteen löytämisestä neuvotteluihin ja listautumiseen valmistautumiseen kului vielä 138 päivää. Yhteensä koko prosessiin SPAC-yritykseltä kului 592 päivää. Pisimmillään yrityksellä kesti 1248 päivää, eli noin 3,5 vuotta listautumisesta suorittaa sulautuminen. Nopein SPAC suoritti koko prosessin vain 141 päivässä.

Listautumista harkitsevan yrityksen näkökulmasta DA-Sul. aika kertoo kuinka kauan suunnitteen listautumisprosessi kestää SPAC yrityksen kautta. Eli vuosina 2017–2020 listautumisprosessi SPACin kautta kesti keskimäärin 138 päivää, eli noin 4,5 kuukautta mediaanin ollessa 116 päivää. Mediaani on 22 päivää pienempi kuin keskiarvo tarkoittaen, että 50 % SPACin kautta listautuneista yrityksistä suoritti listautumisprosessinsa alle neljässä kuukaudessa. Nopeimmillaan listautumisprosessi on suoritettu alle 2 kuukaudessa.

Prosessin vaihteluväli oli tarkasteluajanjaksolla huomattavan suuri. Pitkä 480 päivän DA-Sulautuminen väli johtui yrityksen nopeasta kohteen julkaisemisesta. Yritys joutui selvittämään SECille, ettei heillä ollut kohdetta tiedossa SPACin perustamisvaiheessa ja tämä selvitysprosessi lykkäsi meneillä olevia ostoneuvotteluita.

Taulukko 2. SPAC-yhtiöiden elinkaari 2017

| | | IPO-DA | DA-Sul. | IPO-Sul. |
|-------------|--------------|--------|---------|----------|
| 2017 | Keskiarvo | 593 | 126 | 719 |
| N=7 | Keskihajonta | 195 | 59 | 200 |
| | Pienin | 264 | 68 | 352 |
| | Alaneljännes | 424 | 88 | 581 |
| | Mediaani | 705 | 100 | 805 |
| | Yläneljännes | 753 | 148 | 876 |
| | Suurin | 762 | 244 | 902 |

Vuonna 2017 sulautumisen suoritti vain 7 yritystä. Yrityksen perustamisesta oli ehtinyt kulua keskimäärin 593 päivää, kunnes kohde löytyi. Sopimusneuvottelut kestivät suunnilleen 126 päivää ja koko SPACin elinkaari kesti 719 päivää.

Taulukko 3. SPAC-yhtiöiden elinkaari 2018

| | | IPO-DA | DA-Sul. | IPO-Sul. |
|-------------|--------------|--------|---------|----------|
| 2018 | Keskiarvo | 480 | 146 | 626 |
| N=15 | Keskihajonta | 184 | 61 | 189 |
| | Pienin | 185 | 81 | 380 |
| | Alaneljännes | 318 | 95 | 447 |
| | Mediaani | 491 | 140 | 610 |
| | Yläneljännes | 595 | 184 | 836 |
| | Suurin | 827 | 303 | 922 |

Vuonna 2018 De-SPACin suoritti 15 yritystä. Yrityksen keski-ikä kohteen julkistamisessa putosi yli 100 päivällä 480 päivään edellisvuoteen verrattuna. 25 % yrityksistä oli alle vuoden ikäisiä solmiessaan alustavan sopimuksen kohdeyrityksen kanssa. Mediaanin ja keskiarvon ero pieneni huomattavasti johtuen suuremmasta otannasta.

Taulukko 4. SPAC-yhtiöiden elinkaari 2019

| | | IPO-DA | DA-Sul. | IPO-Sul. |
|-------------|--------------|--------|---------|----------|
| 2019 | Keskiarvo | 425 | 141 | 566 |
| N=23 | Keskihajonta | 234 | 53 | 241 |
| | Pienin | 84 | 62 | 181 |
| | Alaneljännes | 254 | 108 | 389 |
| | Mediaani | 378 | 126 | 534 |
| | Yläneljännes | 594 | 171 | 714 |
| | Suurin | 1091 | 273 | 1205 |

2019 SPACit löysivät entistä nopeammin kohteensa. Keskiarvo kyseisenä vuonna oli vain 425 päivää mediaanin ollessa 378 päivää. Sulautumisprosessiin yrityksillä meni keskimäärin 141 päivää 126 päivän mediaanilla. 2019 tapahtui myös sulautuminen, jonka prosessi saatiin loppuun vain 62 päivässä.

Taulukko 5. SPAC-yhtiöiden elinkaari 2020

| | | IPO-DA | DA-Sul. | IPO-Sul. |
|-------------|--------------|--------|---------|----------|
| 2020 | Keskiarvo | 443 | 136 | 579 |
| N=64 | Keskihajonta | 233 | 78 | 254 |
| | Pienin | 51 | 51 | 141 |
| | Alaneljännes | 246 | 91 | 357 |
| | Mediaani | 460 | 109 | 575 |
| | Yläneljännes | 618 | 156 | 788 |
| | Suurin | 973 | 480 | 1248 |

2020 oli SPAC yhtiöiden vuosi. Sen lisäksi, että Yhdysvaltain markkinoille vuoden aikana listautuneista 480 yrityksestä 248 oli SPAC yrityksiä myös De-SPACien määrä melkein

kolminkertaistui edellisvuodesta. Tahti kiihtyi erityisesti vuoden loppua kohden. 64 yrityksestä 45 yritystä sulautui 1.7.2020 jälkeen. Vuotena nähtiin koko tarkasteluvälin hitain ja nopein SPAC. Eräs yritys julkaisi kohteensa jo 51 päivän olemassaolon jälkeen samana päivänä, kun yrityksen yksiköt jakautuivat osakkeisiin ja warrantteihin. Sama yritys toteutti sulautumisensa 90 päivässä, jolloin koko yhtiön elämänkaari kesti vain 141 päivää.

4.3 Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista

Taulukko 6. Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista 2017–2020

| | | IPO-DA% | DA-Sul.% | IPO-Sul.% |
|---------------|--------------|---------|----------|-----------|
| Kaikki | Keskiarvo | 12,2 % | 15,6 % | 32,1 % |
| N=109 | Pienin | 0,0 % | -74,1 % | -72,3 % |
| | Alaneljännes | 4,3 % | -8,9 % | 0,6 % |
| | Mediaani | 6,0 % | 4,5 % | 11,2 % |
| | Yläneljännes | 10,1 % | 28,7 % | 45,7 % |
| | Suurin | 115,7 % | 219,9 % | 363,0 % |

Tutkimuksen IPO-DA hinta on laskettu osakkeen ensimmäisen kaupankäyntipäivän päätöksestä DA ilmoituspäivän päätösarvoon. Tällöin otetaan huomioon myös mahdollinen kurssireaktio, mikä DA ilmoituksella voi olla osakkeeseen. DA-Sul. taas on laskettu DA päivän päätöksestä listautuvan yrityksen osakkeen ensimmäiseen kaupankäyntipäivään. Sulautumissopimus on yleensä solmittu muutama päivä ennen kuin listautuvan yrityksen osakkeella voi käydä kauppaa, eli osakkeiden lunastusoikeus on purkaantunut pari päivää ennen ensimmäistä kaupankäyntipäivää.

Tarkasteluvälillä mediaani kurssinousu DA päivään mennessä oli 6 % keskiarvon ollessa 12,2 %. Neljäsosa yrityksistä tarjosi sijoittajilleen yli 10 % arvonnousun suurimman tuoton ollessa 115,7 %. Pienin 0 % tuotto johtui yrityksestä, joka julkaisi kohteen samana päivänä, kun osake tuli kaupankäynnin kohteeksi. Pienimmät IPO-DA tuotot olivat SPAC yrityksillä, jotka julkaisivat kohteensa nopeasti perustamisensa jälkeen. Tällöin sulkutilillä oleville rahoille ei ehtinyt kertyä kunnolla korkoa.

DA-Sul. välillä mediaani oli pienempi 4,5 %. Keskiarvo oli 15,6 %. Keskiarvoa vääristää huomattavan suuret muutosprosentit, joten mediaanin tarkastelu on tutkimuksessa mielekkäämpää. Yläneljännes osakkeista nousi välillä 28,7 %, kun taas alaneljännes laski -8,9 %.

Koko elinkaarensa aikana SPAC yrityksen mediaani osakkeen nousu oli 11,2 %. Parhaimmillaan osakkeen arvo nousi 363 % ja huonoimmassa tapauksessa laski -72,3 %. Yläneljännes osakkeista tuotti 45,7 % ja alaneljännes 0,6 %.

Taulukko 7. Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista 2017

| | | IPO-DA% | DA-Sul.% | IPO-Sul.% |
|-------------|--------------|---------|----------|-----------|
| 2017 | Keskiarvo | 5,4 % | -2,8 % | 2,5 % |
| N=7 | Pienin | 2,3 % | -28,4 % | -24,9 % |
| | Alaneljännes | 2,8 % | -4,1 % | -1,4 % |
| | Mediaani | 4,2 % | 0,6 % | 6,0 % |
| | Yläneljännes | 7,3 % | 4,5 % | 8,8 % |
| | Suurin | 12,5 % | 6,7 % | 20,0 % |

Vuosi 2017 oli SPAC yritysten osakkeiden tuottojen osalta niukkaa. Vuoden IPO-DA mediaani oli 4,2 % ja keskiarvo 5,4 %. Osakkeiden arvojen hajonta oli pientä. DA-Sul. välillä ei tapahtunut suuria arvonmuutoksia. Suurin tuotto oli 6,7 % kun taas suurin tappio -28,4 %. Koko SPAC tuoton mediaani oli 6 % keskiarvon ollessa 2,5 %.

Taulukko 8. Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista 2018

| | | IPO-DA% | DA-Sul.% | IPO-Sul.% |
|-------------|--------------|---------|----------|-----------|
| 2018 | Keskiarvo | 4,2 % | 7,3 % | 11,8 % |
| N=15 | Pienin | 1,6 % | -12,3 % | -9,4 % |
| | Alaneljännes | 2,1 % | -1,6 % | 2,2 % |
| | Mediaani | 4,6 % | 5,1 % | 9,7 % |
| | Yläneljännes | 5,4 % | 11,8 % | 17,8 % |
| | Suurin | 8,3 % | 52,3 % | 55,4 % |

2018 tulokset IPO-DA ajalta näyttävät hyvin samalta 2017 verrattuna. 4,6 % mediaani ja 4,2 % keskiarvo eroavat vähän toisistaan viitaten tasaiseen jakaumaan. Suurempi hintakehitys ero tapahtui DA-Sul. ajalla. Mediaani tuotto oli 5,1 % ja keskiarvo 7,3 %. Parhaiten tuottanut osake nousi välillä jopa 52,3 %. Koko SPAC elinkaaren mediaanituotot nousivat 9,7 %. Vuonna 2018 julkaistut De-SPACit otettiin markkinoilla selkeästi positiivisemmin vastaan kuin edeltävänä vuonna.

Taulukko 9. Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista 2019

| | | IPO-DA% | DA-Sul.% | IPO-Sul.% |
|-------------|--------------|---------|----------|-----------|
| 2019 | Keskiarvo | 4,8 % | -1,7 % | 2,9 % |
| N=23 | Pienin | 0,6 % | -72,0 % | -70,8 % |
| | Alaneljännes | 3,4 % | -14,9 % | -10,7 % |
| | Mediaani | 4,9 % | 0,7 % | 7,1 % |
| | Yläneljännes | 6,0 % | 18,3 % | 22,3 % |
| | Suurin | 10,4 % | 72,1 % | 77,4 % |

Vuoden IPO-DA tulokset ovat samoja kuin edeltävinä vuosina, joskin hieman korkeampia. Tuottojen mediaani DA vaiheessa saavutti 4,9 % ja keskiarvo 4,8 % hyvin pienellä hajon-

nalla. DA-Sul. taas muistuttaa vuotta 2017 negatiivisella -1,7 % keskiarvolla ja 0,7 % mediaanilla. Erona vuoteen 2017 on paljon suurempi tulosten hajonta. Kaiken kaikkiaan SPAC yritykset toi sijoittajilleen vuonna 2019 7,1 % mediaanituoton.

Taulukko 10. Osakkeen hintakehitys ennen sulautumista 2020

| | | IPO-DA% | DA-Sul.% | IPO-Sul.% |
|-------------|--------------|---------|----------|-----------|
| 2020 | Keskiarvo | 17,4 % | 25,8 % | 50,6 % |
| N=64 | Pienin | 0,0 % | -74,1 % | -72,3 % |
| | Alaneljännes | 5,7 % | -12,2 % | 0,5 % |
| | Mediaani | 8,2 % | 13,1 % | 25,3 % |
| | Yläneljännes | 19,1 % | 51,5 % | 94,0 % |
| | Suurin | 115,7 % | 219,9 % | 363,0 % |

2020 luvuissa on nähtävissä raju muutos aiempaan. Definitive Agreement päivän arvonnousun mediaani oli 8,2 % ja keskiarvo 17,4 %. Yläneljännes osakkeista nousi 19,1 %. DA-Sul. ajalla arvonnousu jatkui entisestään. Mediaani oli 13,1 % ja keskiarvo jopa 25,8 %. Yläneljännes osakkeista nousi yli 50 % tarjoten sijoittajilleen suuria tuottoja lyhyessä aikavälissä. Yhteensä vuonna 2020 De-SPACin suorittaneissa yrityksissä osakkeet nousivat 25,3 % mediaanilla ja 50,6 % keskiarvolla. Yläneljännes IPO-Sul. aikana oli jopa 94 %.

4.4 Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen

Taulukko 11. Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen 2017–2020

| | | 1 kk-% | 3 kk-% | 6 kk-% | 1 v-% |
|---------------|--------------|----------|---------|---------|---------|
| Kaikki | Keskiarvo | 7,1 % | -1,0 % | -5,3 % | -3,0 % |
| | Pienin | -68,0 % | -79,8 % | -90,0 % | -97,0 % |
| | Alaneljännes | -25,0 % | -28,2 % | -40,6 % | -49,0 % |
| | Mediaani | -9,0 % | -5,8 % | -18,7 % | -24,7 % |
| | Yläneljännes | 6,9 % | 17,3 % | 25,5 % | 24,3 % |
| | Suurin | 1099,3 % | 187,2 % | 229,1 % | 324,5 % |
| | N | 109 | 109 | 72 | 54 |

Osakkeen positiivinen arvonnekehitys ennen sulautumista ei tutkimuksen mukaan takaa tuottoja sulautumisen jälkeen. Kurssikehitykset ovat saatu vertailemalla kyseisen ajankohdan kurssia yrityksen listautumispäivän päätöskurssiin. 109 tarkastellusta yrityksestä 36 yrityksen osake nousi ensimmäisen kaupankäyntikuukauden aikana listautumisesta. Ensimmäisen kuukauden mediaani tappio oli -9 % ja keskiarvo positiivinen 7,1 %. Suurin arvonnousu kuukauden aikana oli huima 1099,3 % ja suurin tappio -68 %.

Kolmen kuukauden jälkeen sulautumisesta mediaanitappio oli hieman parempi -5,8 % ja keskiarvo -1 %. Alaneljänneksen tappiot suurenivat, kun taas yläneljänneksen voitto kasvoi. Suurin arvonnousu pieneni 187,2 %:iin tarkoittaen, että ensimmäisen kuukauden aikana 1000 % noussut osake ei pystynyt ylläpitämään korkeaa arvostustaan.

Puolen vuoden jälkeen mediaani tuotto putosi taas entisestään -18,7 prosenttiin ja keskiarvo -5,3 prosenttiin. Huonoiten suoriutunut osake oli jo menettänyt 90 % arvostaan. Ala- ja yläneljänneksen väli suureni entisestään alimman ollessa -40,6 % ja ylimmän 25,5 %. Tässä vaiheessa myös otanta määrä pieneni 72 yritykseen. Tämä johtuu siitä, että tarkasteluhetkellä usealta vuonna 2020 listautuneelta yritykseltä ei vielä löytynyt kurssidataa 6–12 kuukauden ajalta.

Vuoden verran kurssidataa löytyi 54 yritykseltä. Mediaani pudotus vuoden jälkeen listautumispäivän hintaan nähden oli -24,7 %. Parhaiten tuottanut osake oli noussut vuoden aikana 324,5 % kun taas huonoiten kehittynyt oli laskenut -97 %. Puolet tarkasteltujen osakkeiden tuotoista sijoittui -49 % ja 24,3 % väliin.

Taulukko 12. Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen 2017

| | | 1 kk-% | 3 kk-% | 6 kk-% | 1 v-% |
|------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 2017: N=7 | Keskiarvo | -9,0 % | -14,2 % | 1,1 % | -15,2 % |
| | Pienin | -45,1 % | -52,6 % | -44,2 % | -49,9 % |
| | Alaneljännes | -19,7 % | -36,9 % | -20,4 % | -39,6 % |
| | Mediaani | -7,1 % | -5,9 % | 16,2 % | -35,2 % |
| | Yläneljännes | -1,0 % | 0,7 % | 20,8 % | 26,3 % |
| | Suurin | 21,0 % | 13,8 % | 30,9 % | 30,7 % |

2017 antoi poikkeuksellisia mediaanituottoja muihin vuosiin verrattuna. Ensimmäisen kuukauden jälkeen mediaani oli -7,1 %, kolmen kuukauden -5,9 % ja kuuden kuukauden kohdalla positiivinen 16,2 %. Osakkeiden arvon kehitys oli siis positiivinen ensimmäisen kuukauden jälkeen puoleen vuoteen saakka. Tämä kehitys ei kuitenkaan jatkunut ja vuoden jälkeen mediaanituotto oli -35,2 %.

Taulukko 13. Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen 2018

| | | 1 kk-% | 3 kk-% | 6 kk-% | 1 v-% |
|-------------------|--------------|----------|---------|---------|---------|
| 2018: N=15 | Keskiarvo | 70,0 % | -5,6 % | -21,7 % | -35,2 % |
| | Pienin | -25,8 % | -29,1 % | -73,0 % | -97,0 % |
| | Alaneljännes | -5,7 % | -20,2 % | -42,7 % | -79,7 % |
| | Mediaani | -1,8 % | -5,8 % | -28,2 % | -46,7 % |
| | Yläneljännes | 3,9 % | 6,5 % | -4,3 % | -10,8 % |
| | Suurin | 1099,3 % | 33,9 % | 27,5 % | 42,0 % |

Vuoden 2018 ensimmäisen kuukauden mediaanitappio oli vain -1,8 %. Vuotena nähtiin myös tarkastelujakson suurin arvonnousu, 1099,3 % yhdessä kuukaudessa. Kyseessä oli kuitenkin vain hetken villitys, sillä samainen osake vastaa kuuden kuukauden suurimmasta tappiosta -73 %. Kuuden kuukauden mediaani -28,2 % ja vuoden -46,7 % olivat tutkimuksen aikavälin suurimmat tappiot. Huomioitavaa on myös, että yläneljänneksen arvot kääntyivät negatiiviseksi puolen vuoden jälkeen.

Taulukko 14. Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen 2019

| | | 1 kk-% | 3 kk-% | 6 kk-% | 1 v-% |
|-------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 2019: N=23 | Keskiarvo | -9,5 % | -9,1 % | -8,0 % | 3,0 % |
| | Pienin | -68,0 % | -65,6 % | -86,6 % | -80,4 % |
| | Alaneljännes | -26,7 % | -42,1 % | -48,3 % | -49,1 % |
| | Mediaani | -9,0 % | -14,7 % | -18,1 % | -24,1 % |
| | Yläneljännes | 2,5 % | 19,6 % | 42,7 % | 78,4 % |
| | Suurin | 20,0 % | 66,7 % | 98,5 % | 212,8 % |

2019 alettiin saamaan suurempia tuottoja SPACin kautta listautuneista yrityksistä kuin aiemmin. Tämän huomaa yläneljänneksen kasvaneista tuottolukemista. Puolet osakkeiden vuosituotoista sijoittuvat -49,1 % ja 78,4 % välille. Näiden lukujen suuri väli kuvaa hyvin, kuinka hitti tai huti -tyylisiä SPACin kautta listautuneet voivat olla sijoittajan näkökulmasta. Mediaanituotto laski aina mitä kauemmas ensimmäisestä kaupankäyntipäivästä menttiin. -9 % mediaani ensimmäisen kuukauden jälkeen laski aina -24,1 % vuositappioksi.

Taulukko 15. Osakkeen hintakehitys sulautumisen jälkeen 2020

| | | 1 kk-% | 3 kk-% | 6 kk-% | 1 v-% |
|-------------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 2020: N=64 | Keskiarvo | 0,0 % | 4,4 % | 4,5 % | 44,8 % |
| | Pienin | -64,3 % | -79,8 % | -90,0 % | -41,9 % |
| | Alaneljännes | -30,3 % | -28,6 % | -38,4 % | -25,2 % |
| | Mediaani | -13,0 % | -1,2 % | -19,2 % | 0,9 % |
| | Yläneljännes | 14,9 % | 22,0 % | 38,8 % | 77,0 % |
| | Suurin | 211,4 % | 187,2 % | 229,1 % | 324,5 % |
| | N | 64 | 64 | 27 | 9 |

Vaikka markkinoille tuotiin runsaasti rahaa ja indeksit tekivät uusia huippuja, ei vuonna 2020 listautuneet hyötynneet kurssinousuista samalla tavalla. Ensimmäisen kuun mediaani oli -13 % ja kolmen kuukauden -1,2 %. Otanta alkoi pienentymään puolta vuotta ja vuotta kohti mentäessä ja vuoden datan sai vain yhdeksästä listautuneesta yrityksestä. Kuten

suurimmista arvoista huomaa, kyseisenä vuonna juuri oikeisiin yrityksiin sijoittaneet nauttivat erittäin suurista tuotoista. Juuri nämä potentiaalisen suuret tuotot ovat osasyä SPAC yritysten kasvaneeseen suosioon.

4.5 Muuta

Taulukko 16. SPAC koko 2017–2020

| SPAC koko | | |
|---------------|--------------|---------------|
| Kaikki | Keskiarvo | 253 230 275 |
| | Keskihajonta | 179 644 042 |
| | Pienin | 40 000 000 |
| | Alaneljannes | 125 650 000 |
| | Mediaani | 225 000 000 |
| | Yläneljannes | 345 000 000 |
| | Suurin | 1 100 000 000 |

2017–2020 De-SPACin suorittaneiden yritysten keskimääräinen varojen suuruus oli noin 253 miljoonaa dollaria. Suurin sulautumisen toteuttanut yritys omisti 1,1 miljardia dollaria sulkutilillään ennen sulautumista.

Taulukko 17. Osakkeen mediaani kehitys sulautumisen jälkeen SPAC kokoluokittain

| SPAC koko (milj. \$) | 1 kk% | 3 kk% | 6 kk% | 1 v% |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| Alle 100 (N=18) | -10,6 % | -19,4 % | -31,3 % | -41,5 % |
| 100–199 (N=27) | -9,4 % | -5,8 % | -17,8 % | -15,9 % |
| 200–299 (N=28) | -6,9 % | -7,6 % | -31,1 % | -23,8 % |
| 300–399 (N=14) | -10,7 % | -19,7 % | -32,3 % | -64,8 % |
| Yli 400 (N=22) | -3,4 % | 8,3 % | 25,8 % | 26,3 % |

Yllä on jaoteltu De-SPACin seurauksena listatun yrityksen osakkeen mediaani kehitys alkuperäisen SPAC yhtiön koon mukaan. Listan perusteella yli 400 miljoonan dollarin varallisuuden omaavat yhtiöt tuovat sijoittajan kannalta parhaimpia yrityksiä pörssiin. Alle 400 miljoonan SPACit ovat tuottaneet sijoittajilleen yli puolissa tapauksista tappiota. Kyseessä toki voi olla pelkkä sattuma, sillä aiemmin mainittu 1,1 miljardin dollarin SPAC toi pörssiin yhtiön, jonka osake on laskenut kolmessa kuukaudessa -21,9 % listautumispäivästään.

5 Pohdinta

Tutkimusta tarkastellessa huomataan, että SPAC osakkeet ovat tarjonneet positiivisia mediaanituottoja ennen sulautumista. Sulautumisen jälkeen nämä tuotot kääntyvät hyvin nopeasti negatiivisiksi ja osakkeen hinnat jatkavat laskuaan, kunnes löytävät pohjan yli vuoden jälkeen sulautumisesta. Tutkimuksessa siis todetaan sama ilmiö, kuin Lewellenin (2009) samantyyppisessä tutkimuksessa, jossa tarkkailtiin vuosien 2003–2008 SPAC yrityksiä. Tulos ei yllätä, kun ottaa huomioon diluution määrän, mikä yhtiömuodon rakentamiseen kuuluu. Tutkimuksen mielenkiintoisin havainto oli kuinka yli 400 miljoonan varallisuuden omistavat SPACit tuottavat muita kokoluokkia enemmän sulautumisen jälkeen. Tämä voi johtua siitä, että suuremmilla SPACeilla on mahdollisuus tuoda laadukkaampia yhtiöitä pörssiin.

Russell 2000 indeksi, joka seuraa 2000 yhdysvaltalaisista pienyritystä mediaani markkina-arvoltaan 1,05 miljardia dollaria, on viimeisen kymmenen vuoden aikana tuottanut keskimäärin 11,1 % vuodessa. (Morningstar 2020) Vuonna 2020 kyseinen indeksi tuotti 18,8 %. Tähän indeksiin verrattuna SPACit ovat tuottaneet huonommin melkein jokaisella tutkittu ajanjaksolla. Ainoa poikkeus sääntöön on vuoden 2020 Definitive Agreement -päivän ja sulautumisen välinen aika, jolloin mediaani 109 päivässä sijoittaja sai 13,1 % tuoton sijoitukselleen. Toisaalta tutkiessa minkä tahansa 109 päivän pituista aikaväliä Russell 2000 indeksissä elokuun 2020 jälkeen on tuottanut enemmän kuin 13,1 %.



Kuvio 5. Russell 2000 indeksin kehitys 2017–4/2021

Aikaa tutkiessa ilmeni, että SPAC yritysten aikajanoissa voi olla huomattavia eroja. Hyötyäkseen Definitive Agreement -julkaisun potentiaalisesta kurssinoususta osakkeita ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä ostanut sijoittaja joutuu odottamaan keskimäärin 454 päivää. Tämä DA päivänä tapahtuva kurssinousu on muutenkin vasta viime vuosien ilmiö, eikä ole vakuuksia, että tämä ilmiö tulee toistumaan tulevaisuudessa, kun SPACien määrä markkinoilla kasvaa. Saadakseen mediaani 11,2 % tuoton sijoitukselleen on sijoittajan pidettävä varojaan yrityksessä 575 päivää.

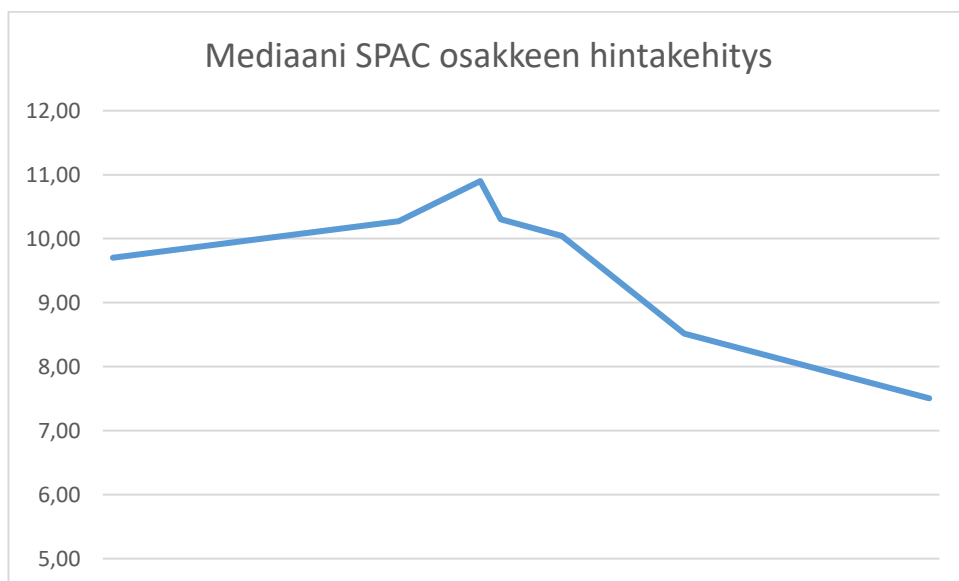
5.1 Miksi sijoittaa SPACiin

Tuloksia tutkaillessa herää kysymys miksi piensijoittajat sijoittavat SPAC yrityksiin. Mediassa tuodaan esiin voittajia, kuten QuantumScape, Virgin Galactic tai DraftKings, joiden osakkeet ovat nousseet moninkertaiseksi sulautumisensä jälkeen, joka omalta osaltaan ruokkii vallitsevaa SPAC maniaa. Harvoin kuulee puhuttavan esimerkiksi American Virtual Cloud yrityksestä, jonka kurssi sukelsi noin 85 % kuukaudessa sulautumisen jälkeen.

Joillekin sijoittajille SPACin houkuttelevin ominaisuus on sen riskittömyys ennen sulautumista, mikäli on ostanut osakkeet 10 dollarin tuntumassa. Lunastusoikeus rajoittaa huomattavasti riskiä, joka nähtiin eritoten koronaviruksen aiheuttamassa markkinaromahduksessa. Muiden osakkeiden romahtaessa SPAC osakkeiden arvot pysyivät muuttumattomina ja osakkeenomistajat saivat nukkua yönsä rauhassa. Sijoitus voidaankin nähdä riskittömänä korkosijoituksena, jossa on potentiaalia suurempiin tuottoihin.

Lyhytaikaista sijoittamista harrastavalle SPAC tarjoaa mahdollisuuden pikavoittoihin Definitive Agreement julkaisun jälkeen ennen sulautumista. Tutkimuksen mukaan osakkeilla on tapana nousta arvossa ennen De-SPACia varsinkin vuonna 2020.

Pitkän ajan sijoittajan näkökulmasta paras aika sijoittaa listautuvaan yritykseen on tutkimuksen perusteella yli vuoden jälkeen sulautumisesta. Tällöin kaikki potentiaalinen SPACista aiheutunut diluutio on tapahtunut, yritys on julkaissut useamman tuloksikatsauksen ja osake alkaa tasaantumaan.



Kuvio 6. Tutkimuksen tuloksista rakennettu mediaani osakkeen hintakehitys

Tuloksista voidaan rakentaa kuvaaja, jossa ilmenee, kuinka keskiverto SPAC-osakkeen hinta käyttäytyi tarkastelujaksolla. Aluksi osake nousee tasaisen varmasti lyhytaikaisten velkakirjojen tarjoaman koron turvin. Yhtiön julkaistessa tiedote kohteen löytämisestä ja neuvotteluiden aloittamisesta osakkeen arvostus hyppää hieman, kun listautuvasta yhtiöstä kiinnostuneet ja lyhyen aikavälin kaupankäyntiä harjoittavat sijoittavat ostavat osaketta. Sulauduttuaan listaamattoman yhtiön kanssa odotus purkaantuu ja lyhyen aikavälin sijoittajat ja osa listautuneen yhtiön vanhoista osakkeenomistajista irtautuu yhtiöstä aiheuttaen kurssin laskun. Kolmen kuukauden kohdalla kurssissa ei ole tapahtunut suurempia muutoksia. Raju pudotus nähdään kolmen ja kuuden kuukauden välillä, kun yhtiö julkaisee ensimmäisen kvartaalikatsauksensa ja yhtiön warrantteja voi lunastaa. Puolen vuoden jälkeen perustajaosakkeilla voi alkaa käydä kauppaa ja yhtiön osake laskee entisestään.

5.2 Mahdollisia syitä arvon laskulle

Pääomaintensiivisten toimialojen yritykset haluavat listautua pörssiin nopeasti laajentaakseen rahoitusvaihtoehtojaan. Näille vasta kehitysvaiheessa oleville yrityksille SPAC on nähty parempana vaihtoehtona verrattuna perinteiselle listautumisannille saatavien varojen varmuuden ja nopeuden vuoksi. Tämä varmuuden merkitys korostui koronaviruksen aiheuttaman pandemian myötä, kun talouden epävarmuuden vuoksi pienemmillä yhtiöillä on ollut vaikeuksia.

Näiden kehitysvaiheessa olevien yritysten arvo perustuu puhtaasti tulevaisuuden näkymiin ja niiden osakkeet ovat erittäin volatiileja. Useilla SPACin kautta listautuneilla yrityksillä on listautumishetkellä monen miljardin dollarin markkina-arvo vain muutaman miljoonan liikevaihdolla. Joissakin tapauksissa liikevaihtoa ei eritykseltä löydy lainkaan. Kehitysvaiheen yritykset voivat antaa ylipositiivisia tulosennusteita monelle seuraavalle vuodelle ennen sulautumista, sillä näitä yrityksiä ei voida pitää oikeudellisesti vastuussa listaamattomana tehdyistä ennusteistaan. Samat yritykset joutuvat listaututtuaan usein alentamaan ohjeistustaan, kun ennusteisiin ei päästykään ja tämä taas alentaa osakkeen kurssia.

Erittäin spekulatiivisen luonteensa ansiosta yritykset ovat joutuneetkin lyhyeksi myyntiä harrastavien yritysten kohteiksi Yhdysvalloissa. Nämä yritykset julkaisevat raportteja, joissa kohteena olevan yrityksen liiketoimista ja ennusteista pyritään löytämään epäkohtia. Raporttien seurauksena osakkeeseen voi syntyä myyntipainetta ja kurssit laskevat. Esimerkiksi yksi kuuluisimmista tapauksista vuodelta 2020 oli Nikola Corporationista tehty raportti. SPAC yrityksen kautta listattu sähköautoyritys listautui 4.6.2020 pörssiin ja yrityksen osake ampaisi melkein 80 dollariin. Hindenburg Research niminen yritys julkaisi 10.9

raportin yrityksestä, jossa väitettiin, että yritykseltä ei löydy vaadittavaa teknologiaa sähköautojen teettämiseen ja Nikolan julkaisemalla mainosvideolla näkyvä sähkökuorma-autossa ei ole toimivaa moottoria, vaan se valuu videolla alamäkeen. Nämä väitteet osoittautuivat oikeaksi ja yrityksen perustaja irtisanoutui. (The New York Times 2020) Nyt 16.4.2021 yrityksen osakkeella tehdään kauppaa noin 11 dollarissa. Skandaali laski usean muunkin SPAC yhtiön osakkeita, sillä sijoittajat alkoivat pelkäämään, että kyseisiä huijauksia on tuotu enemmänkin markkinoille.

Kuitenkin suurimmat syypäät SPACin kautta listautuneiden yritysten kurssilaskulle on aiemmin 3.7 kappaleessa todetut warrantit ja perustajaosakkeet sekä niiden aiheuttama diluutio. Warrantit hyvin useasti oikeuttavat uuteen osakkeeseen 11,50 dollarin hintaan. Eli jos osakkeella sulautumisen jälkeen käydään kauppaa 15 dollarissa, warrantin omistajien on järkevää käyttää oikeutensa uusiin osakkeisiin. Warranttien käyttö taas puolestaan laimentaa muiden osakkeiden arvoa. Joissakin tutkimusaineistoin SPACeissa käytettiin myös niin sanottuja penniwarrantteja. Penniwarrantti oikeuttaa uuteen osakkeeseen 0,01 dollarin arvolla. Niitä käytettiin, kun SPACin lunastusmäärä oli niin suuri, että neuvottelut olisivat kaatuneet ilman lisärahoitusta. Näitä penniwarrantteja tarjottiin PIPE-sijoittajille vastineeksi antamastaan rahoituksesta.

Perustajaosakkeiden hinta ei näy suoraan yrityksen osakkeenomistajille. Kun SPAC ja kohdeyritys sulautuvat, kohdeyritys antaa SPACille omia osakkeitaan ostotapahtumassa saatua rahasummaa vastaan. Sovitaan esimerkiksi, että on olemassa SPAC, joka on myynyt 10 yksikköä keräten näin 100 dollarin varallisuuden. Yrityksen sponsori saa De-SPAC tilanteessa tehdystä työstään 20 % osakekannasta. SPAC löytää kohteen ja suorittavat sulautumisen. Kohdeyritys antaa SPACille 12 osaketta (10 perusosaketta + 2 perustajaosaketta) vastineeksi saamastaan 100 dollarista. Tällöin yhden osakkeen arvo sulautumisen jälkeen on 8,33 dollaria, eikä 10 mitä sijoittajat alun perin maksoivat. Näin osakkeenomistajat maksoivat sponsorin saamat osakkeet huomaamattaan.

Johdon palkkioiden tavoitteena olisi kannustaa johto kiinnostumaan yrityksen osakekurssista, jotta he tekisivät kaikkensa osakekurssin nousun eteen. (Knupfer 2018, 25) Valitettavasti SPAC yrityksessä perustajaosakkeet eivät aiheuta tällaista tarvetta. Monet sponsorit ovat hyvin varakkaita liikemiehiä, jotka näkevät yhtiön enneminkin harrastuksena. SPACin listausesitteessä johto ilmoittaa suoraan työskentelevänsä SPACin eteen korkeintaan 10 tuntia viikossa. (Jog & Sun 2007, 6) Johto saa De-SPACin viemisestä loppuun huimia tuottoja huolimatta osakekurssista.

5.3 SPAC yritysten tulevaisuus

Opinnäytetyötä kirjoittaessa vuoden 2021 huhtikuussa 262 SPAC yritystä on listautumassa pörssiin, 434 yritystä etsii kohdetta ja 124 yritystä on sopimusneuvotteluvaiheessa. (SPACInsider 2021) Mikäli kaikki neuvottelut onnistuisivat ja jokainen yritys toisi yhtiön pörssiin, pörssiin listautuisi 820 uutta yritystä 2–3 vuoden sisään pelkästään SPACin kautta. Vertailun kohteeksi vuosina 2001–2020 yhteensä 2258 liiketoimintaa harrastavaa yritystä listautui pörssiin. (Ritter 2020) Lukujen perusteella SPAC yrityksistä on valtavasti tarjontaa, ehkä liikaakin. Listautuvalle yritykselle tämä tarkoittaa enemmän valinnanvaraa. Listaamattomat yritykset tulevat todennäköisesti saamaan useampia tarjouksia, joista ne voivat valita parhaimmat. Sponsorit joutuvat pudottamaan perustajaosakkeiden määrää tehdäkseen sopimukset houkuttelevammiksi, sekä warranttien määrä tulee todennäköisesti pienentymään.

Markkinoille on jo tullut SPACeja, jotka ovat muokanneet rakennettaan totutusta normista. Esimerkiksi 24.7.2020 kuuluisan sijoittajan Bill Ackmanin sponsoroima SPAC Pershing Square Tontine Holdings listautui pörssiin. Yritys myi 200 miljoonaa yksikköä 20 dollarin hintaan keräten 4 miljardin dollarin varallisuuden. Kokonsa lisäksi poikkeuksellisen tästä SPACista tekee erityisesti kaksi asiaa. Ensinnäkin sponsori luopui kokonaan perustajaosakkeista. Toisekseen jokainen yksikkö sisältää yhden 1/9 warrantin ja toisen 2/9 warrantin, minkä sijoittaja saa vain, jos hän ei lunasta varojaan sulautumisen yhteydessä. Lunastavien sijoittajien warrantit jaetaan yrityksen jäljellä olevien sijoittajien kesken. (CNBC 2020b) Tällä houkuttimella pyritään vähentämään lunastuksien määrää. On mielenkiintoista nähdä, että yleistyykö tällainen SPAC rakenne tulevaisuudessa.

Lyhytaikaisen sijoittajan näkökulmasta SPACien kasvanut määrä tarkoittaa pienempiä tuottoja. Markkinoilla liikkuvat rahavarat jakautuvat useamman yrityksen kesken, eikä esimerkiksi DA ilmoitus tule keräämään samanlaista huomiota, mitä se keräsi vuonna 2020. Ostosopimukset hinnoitellaan paremmin listautuvan yrityksen kannalta, joka johtaa reilumpaan hinnoitteluun pienentäen sijoituksen potentiaalista tuottoa. Dilution vähentyessä osakkeiden hinnatkaan tuskin tulee putoamaan listautumisen jälkeen yhtä rajusti, tarkoittaen, että pitkäaikaisen sijoittajan ei välttämättä kannatakaan odottaa yli vuotta listautumisen jälkeen sijoittaakseen yhtiöön.

SPAC yritysten suuri määrä voi johtaa siihen, että osa sponsoreista joutuvat punnitsemaan kahden mainehaittaa aiheuttavan tilanteen välillä. Joko he lakkauttavat SPACin ja maksavat rahat takaisin sijoittajille, jolloin sponsori menettää rahaa. Tai he tuovat kannus-

tinjärjestelmästä johtuen surkean yrityksen pörssiin saadakseen edes jotain tuottoja itselleen. Tässä tapauksessa suurin osa varoista lunastetaan jo ennen sulautumista ja jäljelle jäävät osakkeenomistajat kärsivät huomattavat tappiot.

Uskon, että tämä SPAC yhtiöiden suuri määrä ja listalle tuotujen yhtiöiden spekulatiivinen luonne tulee romahduttamaan SPAC innostuksen piensijoittajien osalta. Useampien osakkeiden tuottaessa tappiota sulautumisen jälkeen sijoittajat alkavat siirtämään varojaan muualle varmempiin sijoituskohteisiin. Tätä opinnäytetyötä kirjoittaessa ilmiö on jo alkanut toteutumaan ja usean kehitysvaiheessa olevan yhtiön osake on romahtanut helmikuun huipuista jo useita kymmeniä prosentteja. Tämä samainen reaktio tapahtui vuosituhaten vaihteen it-kuplassa, kun listautuneiden yhtiöiden kurssit eivät enää noussetkaan heti ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä vaan tuottivatkin tappiota. Sijoittajat alkoivat menettää rahaa ja samalla heidän kiinnostuksensa listautumisanteihin.

5.4 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksen yritykset ja käytetty data on kerätty käsin eri internet sivuilta. Datan keräämisvaiheessa täydellistä listaa kaikista De-SPACin suorittaneista yrityksistä ei löytynyt, vaan yritykset on kerätty uutisista, taulukoista ja keskustelupalstoilta. Koska täydellistä listaa De-SPAC yrityksistä ei löytynyt, on vaikea sanoa kuinka monta yritystä loppujen lopuksi on jäänyt huomioimatta tutkimuksessa. Omien arvioiden mukaan tutkimuksesta puuttuu mahdollisesti noin 10–20 yritystä. Käsin keräämisen vuoksi kerätyssä datassa voi esiintyä inhimillisen virheen seurauksena virheitä. Tutkimuksesta voisi tehdä varmemmin johtopäätöksiä, mikäli otannassa huomioitaisiin kaikki De-SPACin suorittaneet yritykset.

SPAC yritykset saavuttivat vasta viime vuonna huomattavan suosionsa. Tästä johtuen 2017–2019 havaintomäärät jäivät varsin pieniksi verrattuna vuoden 2020 tuloksiin. Vuoden kurssihistoriaa ei ollut saatavilla kuin vain puolilla tutkimuksen yrityksistä. Osa kursien mittauspäivistä osuu myös juuri koronan aiheuttaman markkinaromahduksen paikoille. Tämä voi johtaa hieman vääristää tutkittuja kurssikehityksiä.

Lisäksi vuoden 2020 lukujen kohdalla koronaviruksesta aiheutuneilla talouden elvytystoimilla on suuri vaikutus osakekursseihin. Yhdysvaltain markkinoilla liikkuu ennätysmäärä rahaa, joka yleisesti nostattaa kurssia. Valtio on maksanut kuluttajille elvytyssekkejä suoraan tilille ja kuluttamisen sijaista elvytysrahat on laitettu säästöön. Piensijoittajien määrä on ollut huomattavassa kasvussa ja tämä näkyy erityisesti yksittäisten osakkeiden hintavaihteluissa. Yritysten uutiset saavat aikaan merkittäviä hintavaihteluita osakkeissa.

Kun suuri määrä varoja etsii kohdetta markkinoilla, ruvetaan sijoittamaan entistä spekulatiivisiin yrityksiin. Tämä on tukenut erityisesti SPAC yritysten kursseja. Monet listalle tuodut yritykset ovat nuoria kehitysvaiheessa olevia yhtiöitä vailla kunnollista liikevaihtoa.

Tutkimuksen yritykset ovat kaikki erilaisia ja eri toimialoilta eikä niiden hintamuutokset välttämättä johdu käytetystä listauskeinosta. Kurssiin voi vaikuttaa esimerkiksi yleinen sijoittajasentimentti, yrityksen toimialan vahvuus, yrityksen julkaisemat uutiset ja tulokset ja tulevaisuuden näkymät. Tutkimuksen tuloksia on siis vaikea yleistää ja pistää listautumistavan piikkiin.

5.5 Jatkotutkimusehdotukset

Tutkimukseni keskittyi vain Yhdysvaltain pörssieihin listattuihin SPAC yrityksiin, koska nämä ovat hyvin harvinaisia Euroopassa. Olisikin mielenkiintoista tutkia, että mitkä asiat ovat pitäneet SPAC huumaan ainoastaan Yhdysvalloissa. Johtuuko se mahdollisesti Euroopan poikkeavista pörssisäännöstelyistä vai tunnettujen sijoittajien puutteesta ja mitä muutoksia tulisi tehdä, jotta yritysmuoto voitaisiin tuoda tänne samalla menestyksellä.

SPAC osakkeiden arvonkehitystä sulautumisen jälkeen olisi hyvä seurata pidemmällä aikavälillä. Tarkastelin tutkimusta tehtäessä osakkeiden hintoja 31.3.2021 huomasin, että osakkeiden mediaanituotossa oli tapahtunut huomattava käänös parempaan jossakin vaiheessa yhden vuoden jälkeen. Seuraavien vuosien kuluessa suuret määrät SPAC yrityksiä suorittaa sulautumisen, joten otanta olisi huomattavasti suurempi johtopäätösten vetämiseksi listautumiskeinon toimivuudesta sijoittajien näkökulmasta. Toisaalta mitä kauemmas sulautumisesta mennään, sitä vähemmän listautumistavalla on vaikutusta yrityksen kurssiin. Jatkotutkimusta arvonkehitykseen liittyen voisi tehdä myös sponsorin toimien korrelaatiosta sulautumisen jälkeisiin tuottoihin. Eli siis voitaisiin tutkia pärjäävätkö yritykset, joiden hallintoon sponsori on jäänyt antamaan neuvoja paremmin kuin muut.

SPAC listautumisen eduiksi verrattuna perinteiseen listautumiseen on ajateltu olevan nopeus ja pienet kulut. Tässä tutkimuksessa otettiin hieman esille itse prosessin nopeutta kohdeyritykselle, joka vaikuttaisi olevan nopeampi kuin perinteinen listautuminen. Tarkemman tutkimuksen voisi tehdä SPACin kuluista kohdeyritykselle ja selvittää kuinka paljon varoja yritys loppujen lopuksi saa sulautumisesta käyttöönsä kulujen ja lunastuksien jälkeen ja tätä voisi verrata perinteiseen listautumiseen.

5.6 Oman oppimisen arviointi

Olen jo pidemmän aikaan ollut kiinnostunut osakesijoittamisesta ja ensimmäiset osakkeet ostinkin heti 18 vuotta täytettyäni. Sijoitusinnostus hiipui nopeasti ja ostamani osakkeetkin jäivät unholaan useaksi vuodeksi. Vuonna 2019 aloin uudestaan innostumaan sijoittamisesta koulukurssien saattamana ja vuoden 2020 alusta olen päivittäin seurannut etenkin Yhdysvaltain markkinoita.

Markkinoita seuratessa aloin useasti törmäämään SPACeihin ja uutisiin siitä, kuinka hieno listautumisvaihtoehto se on etenkin pienemmille yhtiöille, joilla muuten olisi vaikeuksia kerätä varoja listautumisannilla. Tein yhtiömuodosta hieman taustatutkimusta ja törmäsin yhtiön, joka oli juuri julkaissut aikeensa sulautua erään sähköautovalmistajan kanssa. Uudesta innovatiivisesta yhtiöstä innostuneena ostin SPAC-yhtiön osaketta ja pääsin mukaan SPAC-huumaan. Sähköautoyhtiön listautumisesite lupasi suuria liikevaihtoja ja voittoja tulevana vuosina. Alun nopean kurssinousun jälkeen yhtiön markkina-arvo huiteli jo yli seitsemässä miljardissa, vaikka liikevaihtoa ei löytynyt lainkaan. Samoihin aikoihin Nikola Corporation ja yhtiön valheelliset väittämät nousivat otsikoihin. Sympatiassa myös minun sähköautoyhtiöni kurssi laski 60 % kuukaudessa. Huuma alkoi hälvetä ja itsekin heräsin yhtiöiden todellisuudesta irtautuneisiin arvostuksiin. 50 % tuotto kääntyi hyvin nopeasti -50 % tappioksi. Kokemus toimi hyvänä motivaattorina tämän työn tekemiseen.

Työn tekeminen on opettanut paljon ajanhallinnasta ja varsinkin mihin sen puute johtaa. Alun perin ajattelin saavani tutkimusaineistoin helposti internetistä, mutta yllätykseni näihin datoihin käsiksi pääsemiseksi olisin joutunut maksamaan monen tuhannen euron vuositilauksen, joten päädyin keräämään ne manuaalisesti. Suurimmaksi ongelmaksi muodostuikin yritysten löytäminen. Koluamalla eri uutissivustoja ja foorumeita sain kerättyä tarpeeksi ison otannan yrityksiä, johon olin tyytyväinen. Viitekehystä kasatessa aloin huomaamaan miten negatiivisessa sävyssä SPAC-yhtiöt esitetään muissa tutkimuksissa. Mediasta löytyi paljon uutisia kuinka yhtiön X ja Y kurssi on lähtenyt huimaan nousuun sulautumisen seurauksena. Harvoin tuli vastaan uutisia yhtiöistä, joiden osake oli pudonnut epäonnistuneen listauksen seurauksena.

Aloitin opinnäytetyön siinä uskossa, että SPAC-yhtiöiden osakkeet tarjoaisivat tuottoa omistajilleen. Eihän yhtiömuodon suosiossa olisi muuten mitään järkeä. Tutkimusta tehdessä nopeasti kävi ilmi, että näin ei todellakaan ollut.

SPAC huuma on monen tekijän summa. Muutamat ylisuorittaneet osakkeet ovat antaneet ylipositiivisen kuvan SPAC-osakkeisiin sijoittamisesta. Jo ennestään kuumat listautumismarkkinat ovat ylikuumentuneet markkinoiden elvytyksen seurauksena. Koronapandemian aiheuttamat suuret harppaukset teknologiassa ovat herättäneet sijoittajien mielenkiinnon spekulatiivisia tulevaisuuden yhtiöitä kohtaan. Pandemian seurauksena myös piensijoittajien määrä on kasvanut, joka ruokkii lisää spekulatiivisia osakkeita. Listautumislle riittää kysyntää ja sponsorit ovat luonnollisesti vastanneet kysyntään perustamalla lisää SPAC-yhtiöitä. Yhtiön rakenteen ansiosta sponsorit ovat saaneet perustamistaan yhtiöistä kymmenkertaisia tuottoja muiden sijoittajien kustannuksella.

Kaiken kaikkiaan koko opinnäytetyö prosessi oli erittäin opettavainen. SPAC yrityksistä keräämäni teoria ja tutkimuksen tulokset olivat erittäin yllättäviä. Nyt yritysmuodosta paljon valaistuneempana voin sanoa, että SPAC yritysten tulee muuttaa rakennettaan hyvin paljon ennen kuin uskallan sijoittaa niihin uudestaan tulevaisuudessa.

Lähteet

AlmaTalent. Tunnuslukuopas. Luettavissa: <https://www.almatalent.fi/tietopalvelut/tunnus-lukuopas> Luettu 29.3.2021

Berg, J., Harder, T. & Jean, J. 2019. SPAC Challenges. Oil and Gas Investor. August 2019.

Boudette, N. & Ewing, J. 2020 The New York Times. Head of Nikola, a G.M. Electric Truck Partner, Quits Amid Fraud Claims. Luettavissa: <https://www.nytimes.com/2020/09/21/business/nikola-trevor-milton-resigns.html> Luettu 16.4.2021

Castelli, T. 2009. Not Guilty by Association: Why the Taint of Their "Blank Check" Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies. Boston College Law Review, 50, 1, s. 243–246, 250–252.

Collins, M. 2012. Special Purpose Acquisition Companies. Fordham Business Student Research Journal, 2, 1, s. 8.

Cumming, D., Hass, L. & Schweizer, D. 2012. The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs. Journal of Banking and Finance

Espinasse, P. 2014. IPO: A Global Guide, Expanded Second Edition. Hong Kong University Press.

Forbes. 2020. 10 Key Questions And Answers About SPACs. Luettavissa <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2020/11/11/10-key-questions-and-answers-about-spacs/?sh=61f7b9542f83> Luettu 1.4.2021

Gahng, M., Ritter, J. & Zhang, D. 2021. SPACs. University of Florida

Geddes, H. R. 2005. IPOs and Equity Offerings. Butterworth-Heinemann.

Hayes, A. 2020a. Investopedia. Enterprise Value-to-Sales – EV/Sales Definition. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/e/enterprisevaluesales.asp> Luettu 29.3.2021

Heyman, D. 2007. From Blank Check to SPAC: The Regulators' Response to the Market, and the Market's Response to Regulation. The Ohio State University

Hunsaker, M. 2017. IPOhub. IPO Advantages and Disadvantages. Luettavissa <https://www.ipohub.org/ipo-advantages-disadvantages/> Luettu 28.3.2021

Jog, V & Sun, C. 2007. Blank Check IPOs: A Home Run for Management. Carleton University

Katje, C. 2021. Benzinga, 5 'Celebrity SPACs' To Consider: Shaq, Serena, Steph, A-Rod And Ciara. Luettavissa: <https://www.benzinga.com/news/21/02/19562249/5-celebrity-spacs-to-consider-shaq-serena-steph-a-rod-and-ciara> Luettu 15.3.2021

Klausner, M., Ohlrogge M. & Ruan, E. A Sober Look at SPACs. Stanford University

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2018. Moderni rahoitus (10., uudistettu painos.). Alma Talent.

Kyläkallio, J., Iirola, O. & Kyläkallio, K. 2012. Osakeyhtiö: 2 ([5. uud. p.]). Edita.

Lakicebic, M & Vulcanovic, M. 2012. A Story on SPACs. German National Library of Economics

Layne, R. & Lenahan B. 6.7.2018. Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Luettavissa: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/> Luettu 3.3.2021

Lewellen, S. 2009. SPACs as an Asset Class. Pennsylvania State University

Nagarajan, S. 2020. Morningstar. You Can Do Better Than the Russell 2000. Luettavissa: <https://www.morningstar.com/articles/1014072/you-can-do-better-than-the-russell-2000> Luettu 16.4.2021

Nasdaq Helsinki (yhtiö). 2017. Opi osakkeet (Uudistettu 11. painos.). Nasdaq Helsinki.

Nelskylä, M. 2009. Warrantti: Jokamiehen johdannainen (2. uud. p.). WSOYpro.

Pörssisäätiö. 2016. Pörssilistautujan käsikirja.

PwC. 2020. How special purpose acquisition companies (SPACs) work. Luettavissa: <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/spac-merger.html> Luettu 19.3.2021

Ramkumar, A. 2021 The Wall Street Journal. SPAC Pioneers Reap the Rewards After Waiting Nearly 30 Years. Luettavissa: <https://www.wsj.com/articles/they-created-the-spac-in-1993-now-theyre-reaping-the-rewards-11615285801> Luettu 15.3.2021

Ritter, J. 2020. Initial Public Offerings: Underpricing. University of Florida

Robertson, J. 2021. Benzinga, How to Buy SPAC Warrants. Luettavissa: <https://www.benzinga.com/money/how-to-buy-spac-warrants/> Luettu 1.4.2021

Segal, T. 2020c. Investopedia. Private Investment in Public Equity. Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/p/pipe.asp> Luettu 10.3.2021

SPAC Analytics. 2021. SPAC and US IPO Activity. Luettavissa: <https://www.spacanalytics.com/> Luettu 15.3.2021

SPACInsider. 2021. SPAC Status by Year of IPO. Luettavissa: <https://spacinsider.com/stats/> Luettu 13.4.2021

Squire, K. 2020. CNBC. Bill Ackman and Tontine Holdings rewrite the terms for SPACs. Luettavissa: <https://www.cnbc.com/2020/07/22/bill-ackman-and-tontine-holdings-rewrite-the-terms-for-spacs.html> Luettu 17.4.2021

United States Securities and Exchange Commission. 2021. Longview Acquisition Corp. S-4/A Iomake. Luettavissa: <https://sec.report/Document/0001104659-21-007341/#tBOTB> Luettu: 12.3.2021

Young, J. 2020b. Investopedia. Special Purpose Acquisition Company (SPAC). Luettavissa: <https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp> Luettu 1.3.2021.

Whittaker, M. 2020 U.S. News & World Report. How to Buy IPO Stock at Its Offer Price. Luettavissa: <https://money.usnews.com/investing/investing-101/articles/how-to-buy-ipo-stock-at-its-offer-price> Luettu 27.3.2021.

| SPAC | Tiketti | Nimi | SPAC koko | IPO Pvm | SPAC IPO Hinta | DA Pvm | DA Hinta | Sulautumisvm | Sulautumis Hinta | 1tk hinta | 3kk hinta | 6kk hinta | 1 Vuosi hinta |
|-------|---------|--|-------------|------------|----------------|------------|----------|--------------|------------------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| HCAC | DSKE | Daseke Inc | 175 000 000 | 28.7.2015 | 9,60 | 22.12.2016 | 10,00 | 28.2.2017 | 10,21 | 10,11 | 9,61 | 12,33 | 10,06 |
| CPAA | SMPL | The Simply Good Foods Company | 402 000 000 | 20.7.2016 | 10,00 | 10.4.2017 | 11,25 | 7.7.2017 | 12,00 | 11,80 | 12,08 | 14,29 | 15,15 |
| OPAC | XELA | Exela Technologies Inc | 350 000 000 | 22.1.2015 | 9,40 | 22.2.2017 | 10,09 | 12.7.2017 | 9,96 | 5,47 | 4,72 | 5,56 | 4,99 |
| HHMN | NEXT | NextDecade Corp. | 115 000 000 | 27.3.2015 | 9,97 | 18.4.2017 | 10,20 | 24.7.2017 | 10,26 | 9,53 | 10,04 | 8,17 | 6,41 |
| PAAC | BROS | Borgs Technologies, Inc | 52 000 000 | 20.10.2015 | 9,92 | 17.12.2016 | 10,40 | 18.8.2017 | 7,45 | 5,98 | 4,70 | 9,75 | 4,50 |
| GPIAC | RMNI | Rimini Street, Inc. | 172 500 000 | 19.5.2015 | 9,75 | 16.5.2017 | 10,02 | 11.10.2017 | 9,61 | 8,71 | 8,05 | 8,22 | 6,23 |
| DEAC | WSC | Williscot Corp | 500 000 000 | 16.9.2015 | 9,65 | 21.8.2017 | 10,05 | 29.11.2017 | 10,50 | 12,70 | 11,95 | 12,20 | 13,72 |
| GPAC | PRPL | Purple Innovation Inc | 155 300 000 | 29.7.2015 | 9,50 | 2.11.2017 | 10,05 | 5.2.2018 | 10,56 | 10,46 | 9,98 | 6,74 | 5,63 |
| ANDA | LAZY | Lazydays Holdings, Inc. | 40 000 000 | 1.12.2015 | 9,45 | 27.10.2017 | 10,23 | 16.3.2018 | 11,10 | 9,95 | 8,19 | 8,18 | 5,69 |
| MIIL | IEA | Infrastructure and Energy Alternatives, Inc. | 150 000 000 | 6.7.2016 | 9,61 | 3.11.2017 | 9,93 | 26.3.2018 | 8,71 | 9,30 | 9,37 | 10,49 | 5,54 |
| NESR | NESR | National Energy Services Reunited Corp. | 210 000 000 | 11.5.2017 | 9,51 | 12.11.2017 | 9,95 | 6.6.2018 | 10,19 | 10,59 | 10,85 | 8,53 | 8,77 |
| FNTE | IMXI | International Money Express Inc. | 175 000 000 | 19.1.2017 | 9,70 | 19.12.2017 | 9,90 | 26.7.2018 | 9,91 | 9,97 | 11,85 | 11,60 | 14,07 |
| MACQ | PRTH | Priority Technology Holdings, Inc. | 51 500 000 | 13.7.2016 | 9,80 | 28.2.2018 | 10,35 | 27.7.2018 | 10,93 | 10,73 | 10,30 | 6,03 | 7,50 |
| TPGE | MGY | Magnolia Oil & Gas Corp. | 650 000 000 | 10.5.2017 | 10,00 | 20.3.2018 | 10,16 | 31.7.2018 | 12,53 | 13,95 | 12,54 | 11,99 | 11,18 |
| OSPR | FLMN | Falcon Minerals Corp. | 250 000 000 | 20.7.2017 | 9,58 | 3.6.2018 | 10,10 | 23.8.2018 | 11,29 | 11,25 | 8,00 | 8,04 | 6,00 |
| ATAC | HFFG | HF Foods Group Inc. | 40 800 000 | 8.8.2017 | 9,78 | 28.3.2018 | 9,98 | 23.8.2018 | 15,20 | 14,60 | 11,84 | 13,20 | 18,79 |
| GSHT | VRRM | Verra Mobility Corp. | 400 000 000 | 19.1.2017 | 10,00 | 21.7.2018 | 10,16 | 17.10.2018 | 10,51 | 10,01 | 9,36 | 13,40 | 14,59 |
| MPAC | USWS | U.S. Well Services, Inc. | 325 000 000 | 9.3.2017 | 9,65 | 16.7.2018 | 10,07 | 9.11.2018 | 9,91 | 7,35 | 7,96 | 7,12 | 1,82 |
| KAAC | ALTM | Altus Midstream Company | 350 000 000 | 4.4.2017 | 9,70 | 8.8.2018 | 10,22 | 12.11.2018 | 9,90 | 9,70 | 7,90 | 5,41 | 2,01 |
| LCA | WTRH | Watr Holdings Inc. | 250 000 000 | 1.6.2016 | 9,70 | 16.5.2018 | 10,17 | 16.11.2018 | 11,81 | 11,14 | 12,05 | 8,14 | 0,36 |
| INDU | BBCP | Concrete Pumping Holdings, Inc. | 230 000 000 | 1.8.2017 | 9,70 | 7.9.2018 | 10,16 | 6.12.2018 | 9,36 | 7,80 | 7,99 | 5,36 | 4,65 |
| STLR | PHUN | Phunware, Inc. | 70 300 000 | 18.8.2016 | 9,88 | 28.2.2018 | 10,25 | 28.12.2018 | 10,84 | 130,00 | 14,51 | 2,93 | 1,16 |
| GYTH | GYTH | GYT Technology Holdings, Inc. | 552 000 000 | 1.11.2016 | 9,83 | 12.9.2018 | 10,15 | 19.2.2019 | 10,13 | 8,40 | 9,37 | 6,12 | 6,73 |
| LTN | BIOX | Bioceres Crop Solutions Corp. | 115 000 000 | 27.2.2018 | 9,60 | 8.11.2018 | 10,02 | 14.3.2019 | 5,35 | 4,87 | 4,28 | 6,67 | 4,50 |
| EAGL | TH | Target Hospitality Corp. | 325 000 000 | 17.1.2018 | 9,85 | 13.11.2018 | 9,91 | 18.3.2019 | 10,30 | 10,31 | 9,89 | 6,97 | 2,02 |
| HYAC | OSW | OneSpaWorld Holdings Limited | 300 000 000 | 27.10.2017 | 9,69 | 1.11.2018 | 10,02 | 19.3.2019 | 11,85 | 13,77 | 14,23 | 16,31 | 2,79 |
| CMS5 | KXIN | Kaixin Auto Holdings | 180 000 000 | 25.10.2017 | 9,63 | 7.11.2018 | 10,05 | 1.5.2019 | 2,81 | 2,40 | 1,80 | 1,51 | 1,04 |
| CCC | CLVT | ClariVate Plc | 690 000 000 | 11.9.2018 | 9,60 | 14.1.2019 | 9,90 | 14.5.2019 | 13,48 | 14,79 | 16,97 | 17,08 | 22,51 |
| OMAD | PACK | Ranpak Holdings Corp. | 300 000 000 | 22.1.2018 | 9,65 | 13.12.2018 | 10,06 | 3.6.2019 | 9,88 | 8,82 | 5,68 | 6,29 | 7,38 |
| MTEC | KERN | Akerna Corp. | 50 000 000 | 29.1.2018 | 9,62 | 17.4.2019 | 10,12 | 18.6.2019 | 12,94 | 12,94 | 8,50 | 10,96 | 9,82 |
| JSYN | ISUN | iSun, Inc. | 40 400 000 | 2.3.2016 | 9,75 | 26.2.2019 | 10,05 | 20.6.2019 | 17,30 | 5,54 | 5,95 | 2,32 | 4,00 |
| TBRG | RPAY | Repay Holdings Corp. | 227 300 000 | 18.6.2018 | 9,65 | 22.1.2019 | 10,07 | 12.7.2019 | 12,50 | 11,29 | 13,28 | 15,32 | 24,35 |
| CIC | NSCO | Nesco Holdings, Inc. | 402 500 000 | 21.8.2017 | 9,80 | 7.4.2019 | 10,28 | 1.8.2019 | 8,75 | 6,10 | 3,03 | 4,35 | 3,36 |
| BRAC | ASSE | Allied Sports Entertainment Inc. | 120 000 000 | 10.10.2017 | 9,58 | 19.12.2018 | 10,00 | 9.8.2019 | 4,45 | 4,65 | 4,19 | 2,29 | 2,01 |
| CNAC | DMTK | DermTech, Inc. | 145 200 000 | 23.6.2017 | 9,70 | 29.5.2019 | 10,34 | 30.8.2019 | 3,09 | 2,80 | 4,00 | 6,14 | 5,89 |
| CHAC | PIGE | Bionx Inc. | 70 000 000 | 18.12.2018 | 9,65 | 17.7.2019 | 10,65 | 28.10.2019 | 10,55 | 7,95 | 9,00 | 5,48 | 5,98 |
| GLAC | GTEC | Greenland Technologies Holding Corp. | 44 000 000 | 27.7.2018 | 9,66 | 12.7.2019 | 10,24 | 28.10.2019 | 7,02 | 6,65 | 4,10 | 2,00 | 2,26 |
| IPOA | SPCE | Virgin Galactic Holdings, Inc. | 690 000 000 | 18.9.2017 | 10,10 | 9.7.2019 | 10,69 | 28.10.2019 | 10,99 | 7,32 | 17,44 | 17,89 | 18,29 |
| DFBH | AHCO | AdaptHealth Corp. | 250 000 000 | 21.2.2018 | 9,78 | 8.7.2019 | 10,31 | 11.11.2019 | 9,60 | 10,30 | 16,00 | 16,07 | 29,85 |

| | | | | | | | | | | | | | |
|------|------|---|---------------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| TMKC | BRMK | Broadmark Realty Capital Inc. | 351 900 000 | 17.5.2019 | 9.76 | 9.8.2019 | 10.37 | 14.11.2019 | 10.95 | 11.66 | 12.63 | 7.93 | 10.20 |
| TPGH | ACEI | Accel Entertainment, Inc. | 450 000 000 | 27.6.2017 | 9.80 | 13.6.2019 | 10.43 | 20.11.2019 | 10.50 | 12.60 | 13.01 | 8.74 | 10.39 |
| GIG | KLR | Kaleya, Inc. | 125 000 000 | 12.12.2017 | 9.64 | 26.2.2019 | 10.19 | 26.11.2019 | 11.15 | 7.94 | 7.87 | 6.59 | 8.30 |
| HSAC | IMVT | Immunovant, Inc. | 115 000 000 | 14.5.2019 | 9.95 | 2.7.2019 | 10.15 | 19.12.2019 | 15.98 | 16.07 | 8.36 | 26.49 | 49.98 |
| NFC | NFH | New Frontier Health Corp. | 287 500 000 | 3.7.2018 | 9.60 | 30.7.2019 | 10.18 | 19.12.2019 | 10.03 | 9.40 | 7.50 | 8.21 | 8.33 |
| TWLV | BROG | Brooge Energy Ltd. | 150 000 000 | 29.4.2018 | 9.53 | 15.4.2019 | 10.06 | 20.12.2019 | 10.49 | 8.90 | 8.82 | 9.22 | 10.60 |
| MOSC | VVNT | Vivint Smart Home, Inc. | 345 000 000 | 23.10.2017 | 9.75 | 15.7.2019 | 10.21 | 21.1.2020 | 10.52 | 18.41 | 9.58 | 15.29 | 20.33 |
| GSAH | VRT | Vertiv Holdings LLC | 690 000 000 | 23.6.2018 | 9.85 | 10.12.2019 | 10.91 | 10.2.2020 | 13.00 | 10.65 | 11.54 | 16.88 | 20.90 |
| GRHS | PAE | PAE Incorporated | 400 000 000 | 11.9.2019 | 9.61 | 1.11.2019 | 10.21 | 11.2.2020 | 11.50 | 7.55 | 9.38 | 8.50 | 9.22 |
| TKKS | GSMG | Gloyn Star New Media Group Holdings Ltd. | 250 000 000 | 20.8.2018 | 9.52 | 6.9.2019 | 10.17 | 14.2.2020 | 6.90 | 3.13 | 3.56 | 3.74 | 4.01 |
| BRPM | ALTG | Alta Equipment Group Inc. | 125 000 000 | 11.4.2019 | 9.70 | 12.12.2019 | 10.10 | 18.2.2020 | 10.50 | 3.75 | 6.24 | 8.78 | 10.59 |
| BWMC | ATCK | Atlas Technical Consultants, Inc. | 200 000 000 | 20.11.2018 | 9.55 | 12.8.2019 | 10.04 | 18.2.2020 | 13.00 | 6.14 | 9.03 | 8.67 | 9.02 |
| CTAC | GDVN | Gird Dynamics Holdings, Inc. | 200 000 000 | 10.10.2018 | 9.50 | 13.11.2019 | 10.39 | 6.3.2020 | 11.79 | 8.07 | 8.90 | 7.82 | 14.43 |
| TIBR | IGIC | International General Insurance Holdings Ltd. | 151 500 000 | 20.3.2018 | 9.57 | 10.10.2019 | 10.26 | 12.3.2020 | 8.01 | 6.09 | 6.37 | 6.47 | 7.51 |
| DDMX | BWMX | Betterware de Mexico, S.A. de C.V. | 55 000 000 | 16.10.2018 | 9.80 | 2.8.2019 | 10.08 | 13.3.2020 | 9.10 | 7.84 | 9.20 | 19.01 | 38.63 |
| EDTX | METX | Metten Edtech Education Group Ltd. | 55 800 000 | 10.10.2018 | 9.55 | 12.12.2019 | 10.27 | 1.4.2020 | 14.50 | 11.60 | 12.07 | 6.22 | |
| WRS | AVCT | American Virtual Cloud Technologies, Inc. | 270 000 000 | 1.8.2017 | 9.69 | 24.7.2019 | 10.36 | 7.4.2020 | 2.68 | 1.60 | 3.43 | 4.15 | |
| DEAC | DKNG | DraftKings Inc. | 400 000 000 | 14.5.2019 | 9.80 | 22.12.2019 | 10.84 | 24.4.2020 | 12.61 | 33.39 | 36.21 | 41.50 | |
| HHHH | SJ | Scienjoy Holding Corp. | 50 000 000 | 8.2.2019 | 9.79 | 28.10.2019 | 10.15 | 7.5.2020 | 8.92 | 6.40 | 6.14 | 6.13 | |
| MUDS | HVMC | Hycroft Mining Holding Corporation | 202 000 000 | 12.2.2018 | 9.59 | 14.1.2020 | 10.36 | 29.5.2020 | 12.65 | 9.20 | 9.44 | 7.79 | |
| VTIQ | NKLA | Nikola Corporation | 202 000 000 | 18.5.2018 | 9.58 | 2.3.2020 | 11.50 | 4.6.2020 | 33.75 | 48.92 | 39.42 | 17.37 | |
| NEBU | LPRO | Open Lending Corp. | 275 000 000 | 12.1.2018 | 9.60 | 6.1.2020 | 10.55 | 10.6.2020 | 12.25 | 15.38 | 21.51 | 28.30 | |
| PAAC | LGH | Lion Group Holding Ltd. | 115 000 000 | 29.5.2019 | 9.80 | 10.3.2020 | 10.10 | 16.6.2020 | 7.61 | 4.73 | 2.59 | 2.40 | |
| ACTT | FREE | Whole Earth Brands, Inc. | 300 000 000 | 30.4.2019 | 9.70 | 19.12.2019 | 10.13 | 25.6.2020 | 10.10 | 7.53 | 7.99 | 11.33 | |
| GPAQ | HOV | Hall of Fame Resort & Entertainment Co. | 126 300 000 | 30.1.2018 | 9.70 | 16.9.2019 | 10.45 | 30.6.2020 | 12.85 | 5.30 | 2.59 | 1.29 | |
| ARYA | IMTX | Immatics N.V. | 143 800 000 | 10.10.2018 | 9.60 | 17.3.2020 | 10.25 | 2.7.2020 | 15.05 | 11.59 | 10.61 | 9.99 | |
| LHC | DMS | Digital Media Solutions, Inc. | 200 000 000 | 15.2.2018 | 9.55 | 23.4.2020 | 10.35 | 15.7.2020 | 9.76 | 8.60 | 7.10 | 11.93 | |
| PACQ | HPK | HighPeak Energy, Inc. | 414 000 000 | 17.4.2018 | 9.69 | 4.5.2020 | 10.50 | 21.8.2020 | 10.10 | 7.03 | 5.15 | 12.89 | |
| FPAC | GB | Global Blue Group Holding AG | 632 500 000 | 14.6.2018 | 9.74 | 16.1.2020 | 11.30 | 31.8.2020 | 9.77 | 6.95 | 11.50 | 12.29 | |
| CCH | UTZ | Utz Brands Inc Class A | 440 000 000 | 10.10.2018 | 9.58 | 5.6.2020 | 12.75 | 31.8.2020 | 18.40 | 17.90 | 20.18 | 25.53 | |
| GRAF | VDOR | Velodyne Lidar, Inc. | 225 000 000 | 18.10.2019 | 9.52 | 2.7.2020 | 20.53 | 30.9.2020 | 18.69 | 12.23 | 22.87 | 11.52 | |
| JFK | EQOS | Diginex Limited | 57 500 000 | 27.3.2019 | 9.89 | 9.6.2019 | 9.92 | 1.10.2020 | 6.80 | 6.76 | 15.54 | 10.32 | |
| SHLL | HYLN | Hyliion Holdings Corp. | 233 000 000 | 4.3.2019 | 9.70 | 18.6.2020 | 14.04 | 1.10.2020 | 44.91 | 18.67 | 16.72 | 10.58 | |
| CCXX | MPLN | MultiPlan Corporation | 1 100 000 000 | 19.2.2020 | 9.72 | 7.2.2020 | 11.21 | 8.10.2020 | 9.84 | 9.23 | 17.42 | | |
| SAON | CURI | CuriosityStream Inc. | 149 500 000 | 22.11.2019 | 10.00 | 10.8.2020 | 10.09 | 14.10.2020 | 11.20 | 9.23 | 7.69 | | |
| INSU | SFT | Shift Technologies, Inc. | 150 700 000 | 22.3.2019 | 9.70 | 29.6.2020 | 13.54 | 14.10.2020 | 11.66 | 7.29 | 8.45 | | |
| FMCI | TTCF | Tattooed Chef, Inc. | 200 000 000 | 7.8.2018 | 9.57 | 11.6.2020 | 13.44 | 16.10.2020 | 25.13 | 16.63 | 26.81 | | |
| FTAC | PAYA | Paya Holdings Inc. | 345 000 000 | 20.11.2018 | 9.65 | 3.8.2020 | 10.42 | 19.10.2020 | 12.15 | 10.59 | 13.89 | | |
| DPHC | RIDE | Lordstown Motors Corp. | 250 000 000 | 4.3.2019 | 9.74 | 3.8.2020 | 12.39 | 26.10.2020 | 18.97 | 27.12 | 23.21 | | |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|------|---------------------------------------|-------------|------------|-------|-----------|-------|------------|-------|--------|-------|--|
| ARYB | CERE | Cerevel Therapeutics Holdings, Inc. | 149 500 000 | 9.6.2020 | 11.90 | 30.7.2020 | 11.90 | 28.10.2020 | 9.88 | 14.44 | 13.15 | |
| CPAA | ADV | Advantage Solutions Inc. | 450 000 000 | 22.7.2019 | 9.90 | 8.9.2020 | 10.42 | 29.10.2020 | 8.86 | 10.51 | 9.65 | |
| SPAQ | FSR | Fisker Inc. | 552 000 000 | 14.8.2018 | 9.60 | 13.7.2020 | 15.06 | 30.10.2020 | 10.14 | 19.38 | 15.46 | |
| HCCO | TLMD | SOC Telemed, Inc. | 250 000 000 | 17.12.2019 | 10.00 | 29.7.2020 | 10.98 | 2.11.2020 | 8.97 | 8.30 | 7.11 | |
| KBLM | ATNF | 180 Life Sciences Corp. | 100 000 000 | 7.6.2017 | 9.70 | 26.7.2019 | 10.48 | 6.11.2020 | 4.99 | 2.54 | 5.39 | |
| NFIN | TRIT | Triferras, Inc. | 253 000 000 | 2.8.2019 | 9.74 | 29.7.2020 | 10.31 | 11.11.2020 | 12.15 | 12.71 | 7.97 | |
| BMRG | EOSE | Eos Energy Enterprises, Inc. | 176 800 000 | 22.5.2020 | 9.70 | 7.9.2020 | 10.20 | 16.11.2020 | 10.68 | 14.62 | 24.31 | |
| CFAC | GCMG | GCM Grosvener Inc. | 252 500 000 | 17.12.2018 | 9.75 | 2.8.2020 | 10.43 | 18.11.2020 | 10.90 | 12.69 | 13.18 | |
| FVAC | MP | MP Materials Corp. | 345 000 000 | 4.5.2020 | 10.00 | 15.7.2020 | 10.99 | 18.11.2020 | 15.09 | 32.51 | 40.75 | |
| ORSN | UK | Ucommune International Ltd | 40 000 000 | 6.8.2019 | 9.88 | 29.6.2020 | 10.12 | 18.11.2020 | 9.97 | 6.37 | 3.69 | |
| LGC | ID | PARTS ID, Inc. | 300 000 000 | 21.11.2017 | 9.65 | 21.7.2020 | 10.58 | 23.11.2020 | 6.01 | 5.89 | 8.94 | |
| KCAC | QS | QuantumScape Corporation | 230 000 000 | 30.6.2020 | 9.90 | 3.9.2020 | 18.74 | 27.11.2020 | 37.00 | 115.20 | 57.58 | |
| GMHI | LAZR | Luminair Technologies, Inc. | 400 000 000 | 5.2.2019 | 9.80 | 24.8.2020 | 11.40 | 3.12.2020 | 22.98 | 31.34 | 25.23 | |
| TRNE | DM | Desktop Metal, Inc. | 261 000 000 | 19.3.2019 | 9.70 | 26.8.2020 | 11.23 | 10.12.2020 | 18.88 | 20.38 | 18.76 | |
| HCCH | HTDO | Fusion Fuel Green PLC | 55 000 000 | 2.7.2018 | 9.56 | 6.6.2020 | 10.60 | 10.12.2020 | 21.88 | 18.03 | 13.48 | |
| TZAC | RVPH | Reviva Pharmaceuticals Holdings, Inc. | 56 100 000 | 23.8.2018 | 9.71 | 20.7.2020 | 10.80 | 14.12.2020 | 8.75 | 9.19 | 8.75 | |
| OPES | BFI | BurgerFi International, Inc. | 116 200 000 | 16.3.2018 | 9.68 | 29.6.2020 | 16.37 | 17.12.2020 | 15.71 | 13.65 | 15.04 | |
| FEAC | SKLZ | Skillz Inc. | 690 000 000 | 10.3.2020 | 9.90 | 1.9.2020 | 14.02 | 17.12.2020 | 22.73 | 26.67 | 29.37 | |
| SAMA | CLVR | Clever Leaves Holdings Inc. | 130 000 000 | 13.12.2018 | 9.63 | 25.7.2020 | 10.18 | 18.12.2020 | 13.00 | 10.20 | 13.42 | |
| HVAC | ARKO | ARKO Corp. | 400 000 000 | 11.6.2019 | 9.90 | 8.9.2020 | 10.11 | 21.12.2020 | 9.21 | 7.78 | 9.92 | |
| IPOB | OPEN | OpenDoor Technologies Inc | 414 000 000 | 30.4.2020 | 10.80 | 15.9.2020 | 17.56 | 21.12.2020 | 31.25 | 30.00 | 27.90 | |
| HCAC | GOEV | Canoo Inc. | 303 200 000 | 5.3.2019 | 9.84 | 18.8.2020 | 10.49 | 22.12.2020 | 18.89 | 17.12 | 15.31 | |
| PIC | XL | XL Fleet Corp. | 230 000 000 | 16.7.2019 | 9.79 | 17.9.2020 | 12.10 | 22.12.2020 | 17.52 | 19.19 | 11.81 | |
| MNCL | ASLE | AerSale Corporation | 174 200 000 | 11.2.2019 | 9.73 | 8.9.2020 | 10.30 | 23.12.2020 | 11.10 | 15.00 | 13.36 | |
| PTAC | PRCH | Porch Group, Inc. | 172 500 000 | 26.11.2019 | 9.90 | 30.7.2020 | 10.26 | 24.12.2020 | 15.03 | 16.59 | 16.17 | |
| LSAC | VINC | Vincera Pharma, Inc. | 60 000 000 | 10.3.2020 | 9.35 | 29.9.2020 | 12.60 | 24.12.2020 | 19.56 | 20.93 | 19.21 | |
| LCA | GNOG | Golden Nugget Online Gaming, Inc. | 316 300 000 | 9.5.2019 | 9.75 | 29.6.2020 | 14.40 | 28.12.2020 | 26.24 | 18.35 | 12.82 | |
| LOAK | DNMR | Danimer Scientific, Inc. | 200 000 000 | 8.5.2020 | 9.65 | 5.10.2020 | 10.25 | 30.12.2020 | 23.80 | 42.50 | 34.15 | |
| RMG | RMO | Romeo Power, Inc. | 200 000 000 | 12.2.2019 | 9.75 | 5.10.2020 | 10.37 | 30.12.2020 | 26.42 | 17.77 | 10.37 | |
| DMYT | RSI | Rush Street Interactive, Inc. | 230 000 000 | 25.2.2020 | 9.83 | 27.7.2020 | 11.85 | 30.12.2020 | 21.51 | 18.17 | 15.28 | |
| TOTA | CLNN | Clene Inc. | 46 000 000 | 1.8.2018 | 9.75 | 1.9.2020 | 10.92 | 31.12.2020 | 7.35 | 6.55 | 12.78 | |