

Sauli Majuri

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY (SPAC):

SPAC-YHTIÖN RAKENTEEN AIHEUT- TAMAT KANNUSTIMET JA NIIDEN VAI- KUTUS OMISTUKSEN DILUUTIOON

Kandidaatintyö
Johtamisen ja talouden tiedekunta
Tarkastaja: Ulla Saari
Joulukuu 2021

TIIVISTELMÄ

Sauli Majuri: Special Purpose Acquisition Company (SPAC):
SPAC-yhtiön rakenteen aiheuttamat kannustimet ja niiden vaikutus omistuksen diluutioon
(engl. *Underlying incentives in the SPAC structure and their effect on share dilution*)
Kandidaatintyö
Tampereen yliopisto
Tuotantotalouden tutkinto-ohjelma
Joulukuu 2021

Listautumismarkkinat ovat kokeneet merkittävän muutoksen vuosien 2020 ja 2021 aikana. Muutos ilmenee listautuvien lukumäärän uusien ennätyksien lisäksi enemmistön edustamasta poikkeavasta rakenteesta ja toimintatavasta: Vuonna 2021 Yhdysvaltojen markkinoilla 58 %:a listautuvista yhtiöistä ovat olleet yritysostoon tarkoitettuja erillisyhtiöitä, lyhyemmin SPAC:eja (engl. *Special Purpose Acquisition Company*). SPAC:eilla ei ole liiketoimintaa, vaan niiden ainoana tavoitteena on listautumisessa kerätyn pääoman avulla toteuttaa sulautuminen yksityisen yhtiön kanssa. Tarkoituksena on luoda yksityiselle kasvuyhtiölle entistä paremmat kasvumahdollisuudet ja korkeampi valuaatio julkisen kaupan käynnin myötä.

Tutkimusongelma muodostuu SPAC:ien äkillisesti kasvaneen suosion sekä koko sulautumisprosessin läpi käyneille osakkeenomistajille aiheutuvien epäsuotuisuuksien vakavuudesta. Tässä työssä luodaan katsaus epäsuotuisuuksiin tutkimalla SPAC-yhtiön rakenteen sisältämiä kannustimia ja niistä aiheutuvaa omistuksen diluutiota. Diluutiolla tarkoitetaan tässä kontekstissa omistusravon laimentumista, eli suhteellisen omistussuuden pienenemistä. Tutkimuksessa on kaksi tutkimuskysymystä. Ensimmäinen tutkimuskysymys auttaa selkiyttämään ongelmaa rakenteen näkökulmasta: Miten SPAC-yhtiön rakenne aiheuttaa kieroutuneita kannustimia. Toinen tutkimuskysymys asettuu kannustimien näkökulmaan selvittämällä niistä aiheutuvia seurauksia: Miten kannustimet aiheuttava diluutiota sijoittajien omistussuuteen.

Tutkielma on jaettu osiin seuraavalla tavalla: Johdannossa luodaan katsaus SPAC:ien historiaan sekä nopeasti kasvaneen suosion taustoihin, jotta tutkimusongelman vakavuus välittyy lukijalle. Toisessa luvussa käsitellään SPAC-yhtiön toimintatapaa käymällä läpi sen erityinen elinkaari ja rakenne. Kolmannessa luvussa tarkastellaan, millaisia kannustimia SPAC-yhtiön rakenteesta muodostuu sidosryhmille eri vaiheissa ja mitä vaikutuksia niillä on sidosryhmien toimintaan. Kolmannessa luvussa esitetyt kannustimet auttavat ymmärtämään logiikkaa neljännessä luvussa esitetyn diluution aiheuttajien taustalla. Toiseen tutkimuskysymykseen vastaaminen toteutetaan tutkimalla diluution osatekijöitä ja niiden syntymistapaa. Tutkielman päätelmäluvussa esitetään tulokset kootusti, luodaan johtopäätöksiä tuloksien perusteella ja ehdotetaan kehityskohteita SPAC-yhtiön rakenteisiin liittyen, jotta kannustimien kieroutuminen neutraloituisi ja diluutio vähenisi.

Kirjallisuuskatsauksessa syntyi näkemykseni mukaan median narratiiville vastainen käsitys. Kirjallisuudessa kieroutuneina kannustimina esiintyvät systemaattisesti sekä sponsorien runsas kompensatio että listautumisannin yhteydessä sijoittajalle tarjottavat johdannaisarvopaperit. Molemmat kannustimet ohjasivat sidosryhmiä toimiin, jotka vaikuttivat sulautumissopimuksen hyväksymiseen sopimuksen laadukkuudesta piittaamatta. Tutkimuksissa havaittiin, että sponsorien ja investointipankin suurten palkkioiden vaikutukset kasvoivat osakkeiden lunastuksien myötä, jolloin osakekohtainen kustannus kasvoi huomattavasti. Lisäksi listautumisessa tarjottujen warranttien ja merkintäsitoumuksien myötä sekä lunastuksien määrä että uusien osakkeiden määrä kasvoivat. Syntyneen diluution seurauksena listautumisannissa sijoitettu 10 dollaria osaketta kohden oli vähentynyt keskimäärin 5,7:än dollariin. Kustannuksia oli muodostunut tällöin osakekohtaisesti 4,3:n dollarin edestä. (Klausner et al. 2021).

Avainsanat: SPAC, Special Purpose Acquisition Company, kannustin, diluutio, rahoitusmarkkinat

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

ALKUSANAT

Kandidaatintyön aiheen valintaa ohjasi osaltani aito kiinnostus ajankohtaiseen aiheeseen sekä sijoitusharrastuksen luoma mielenkiinto rahoitusmarkkinoita kohtaan. Aktiivisena osakepöimijänä uskon, että asiantuntijuus SPAC:eihin liittyen auttaa sijoituskohteen paremmassa analysoinnissa kotimaisen SPAC-segmentin kasvaessa. Aiheen valinnalla on täten varmasti myös positiivinen vaikutus henkilökohtaisen talouden kehittämisessä. Kuulin SPAC:eista ensimmäisen kerran tammikuussa 2021, mutta tutustuin tarkemmin niihin kesäkuussa 2021 analyysiyhtiö Inderesin julkaistua yhtiöesittelyn Suomen ensimmäisestä SPAC-yhtiöstä, Virala Acquisitions Companysta. Kandidaatintyön potentiaalisia aiheita etsin aluksi kiertotalouden ja yritysjärjestelyjen rajapinnoilta, mutta mielenkiintoni siirtyi yhä enemmän Suomessa vähälle näkyvyydelle jääneiden SPAC-yhtiöiden tutkimiseen.

Raskaan tutkimusprosessin aikana koen oppineeni valtavasti sekä itse aiheesta että tutkimusmenetelmistä. Katsauksen myötä tutustuin tutkimuksen tekemiseen ja koen kehittyneeni varsinkin tiedonhaussa, lähteiden kriittisessä arvioimisessa sekä tieteellisessä kirjoittamisessa. Tämä on tietääkseni ensimmäinen kerta, kun aihetta tutkitaan Tampereen yliopistossa. Toivon, että kirjallisuuskatsaus toimii osaltaan pioneerina aiheen jatkotutkimukselle myös Suomessa.

Lopuksi haluan kiittää perhettäni ja ystäviäni lukuisista keskusteluhetkistä, joiden aikana monet työn suuntaa ohjaavat näkemykset ovat jalostuneet. Lisäksi haluan kiittää kandidaatintyön ohjaajia neuvoista ja aktiivisesta haastamisesta läpi kirjoitusprosessin.

Tampereella, 5.12.2021

Sauli Majuri

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO	1
1.1 Tutkimusongelma ja työn tavoitteet	2
1.2 Tutkimusmetodologia ja aikaisemman tutkimuksen niukkuus	2
1.3 Tutkielman rakenne	5
1.4 Petosepäilyistä markkinat mullistavaksi rahoitusvälineeksi ja takaisin ..	5
1.4.1 SPAC-diffuusion hidas alku	5
1.4.2 Viimeaikainen nopeasti kasvanut suosio	6
1.4.3 Kyseenalainen historia toistaa itseään	9
2. SPAC-YHTIÖN OMALAATUINEN RAKENNE JA TOIMINTATAPA	11
2.1 Yhtiön lyhyt ja erityinen elinkaari	11
2.1.1 IPO-vaihe	11
2.1.2 Sopimusvaihe	13
2.1.3 Sulautumisvaihe	14
3. RAKENTEEN LUOMAT KANNUSTIMET SPONSOREILLE JA SIOITTAJILLE .	15
3.1 Sponsori voittaa aina	15
3.2 Ennen sulautumista irtaantuvien sijoittajien arbitraasituotot	17
4. KANNUSTIMIEN VAIKUTUS OMISTUSOSUUDEN DILUUTIOON	20
4.1 Diluutio luo piileviä kustannuksia	20
4.2 Sponsorien ja investointipankin palkkioiden vaikutus	21
4.3 Warranttien ja merkintäoikeuksien toteuttamisen vaikutus	22
5. PÄÄTELMÄT	24
5.1 Diluution kustannukset ilmenevät negatiivisesti pörssikursseissa	24
5.2 Miksi sulautumissopimukset hyväksytään	25
5.3 Kannustinrakenteen täytyy muuttua	26
LÄHTEET	28
LIITE A: TAULUKKO 1 – TUTKIMUSLÄHTEET	31
LIITE B: KUVA 3 – SPAC-YHTIÖN ELINKAARI	32

1. JOHDANTO

Listautuminen pörssiin on olennainen tapa kerätä rahoitusta yksityisille yhtiöille, joilla on nopeat kasvutavoitteet, todistetusti toimivat liiketoimintamallit ja tarve likvidille pääomalle. Perinteinen tapa listautua on toteuttaa listautumisanti (engl. *Initial Public Offering, IPO*), joka on perinteisessä muodossaan kuitenkin monimutkainen, kallis ja pitkä prosessi. Yhtiö voi kuitenkin listautua perinteisestä IPO-tavasta poiketen niin sanotun käänteisen sulautumisen (engl. *Reverse takeover, RTO, Reverse merger*) avulla. Käänteisessä sulautumisessa yksityinen yhtiö ostaa julkisen osakeyhtiön osakekanasta hallinnan edellyttämän osuuden ja sulautuu yhdeksi julkiseksi pörssiyhtiöksi. Tässä työssä tutkitaan käänteisen sulautumisen erikoistapausta, yritysostoon tarkoitettua erillisyyhtiötä (engl. *Special Purpose Acquisition Company, SPAC*), joka luo houkuttelevan vaihtoehdon listautumista tavoittelevalle kasvuyhtiölle. (Song et al. 2014; Feldman, 2018, s.108) SPAC on pörssilistattu yhtiö, jonka ainoana tavoitteena on ostaa osuus yksityisestä yhtiöstä, joka haluaa listautua sulautumalla julkiseksi osakeyhtiöksi (Dimitrova, 2016). Tarkoituksena on luoda kasvuyhtiölle entistä paremmat kasvumahdollisuudet ja korkeampi valuaatio julkisen kaupankäynnin myötä.

Pääoma yritysjärjestelyä varten on kerätty SPAC-yhtiön listautumisen yhteydessä, jonka jälkeen yhtiöllä on tyypillisesti kahdesta kolmeen vuotta aikaa löytää osakkeenomistaja tyydyttävä sopimus. SPAC-yhtiöt läpikäyvät normaalin IPO:n, mutta prosessi on regulaation näkökulmasta huomattavasti kevyempi, sillä ne määritellään kuoriyhtiöiksi, joissa ei ole poikkeuksetta muuta kuin likvidiä pääomaa. (Kim et al. 2020; Klausner et al. 2021) Suomeen ilmiö on vasta jalkautumassa, sillä Helsingin pörssin regulaatio ja byrokratia mahdollistivat SPAC-segmentin syntymisen vasta maaliskuussa 2021. Kesäkuussa 2021 Helsingin pörssiin listautunut Virala Acquisition Company oli ensimmäinen SPAC-yhtiö Suomessa. Se pääsi menestyksekkäästi sopimukseen sulautumisesta Purmo Groupin kanssa 8.9.2021, eli vain noin kolme kuukautta listautumisestaan. (Nasdaq, 2021). Sittemmin Helsingin pörssin SPAC-segmenttiin on listautunut myös toinen yhtiö, Lifeline SPAC 1, jonka osakkeiden kaupankäynti SPAC-segmentillä alkoi 15.10.2021 (Lifeline SPAC 1, 2021).

1.1 Tutkimusongelma ja työn tavoitteet

Aiheen tutkiminen kandidaatintyönä on erittäin mielekästä tällä hetkellä, sillä ilmiöllä on kiistaton uutuusarvo Suomessa Helsingin pörssiin kesäkuussa 2021 listautuneen Virala Acquisition Companyn sekä lokakuussa 2021 listautuneen Lifeline Spac I:n ansiosta. Myös SPAC:ien eksponentiaalisesti kasvanut globaali suosio viimeisen puolentoista vuoden aikana pörssilistautumisissa, tutkimuksissa, ammattimediaissa sekä sosiaalisessa mediassa tekevät sen tutkimisesta kandidaatintyössä todella relevantin.

Alaluvussa 1.4.3 esitetään lyhyesti SPAC:eissa ilmentyneet epäsuotuisuudet sijoittajan näkökulmasta. Epätietoisuus piilevistä kustannuksista yhdistettynä SPAC:ien nopeaan yleistymiseen luo merkittävän riskin varsinkin monelle aloittelevalle sijoittajalle. Tämän vuoksi on olennaista luoda tutkimuskirjallisuuden perusteella selkeä käsitys siitä, mitkä SPAC-yhtiön rakenteista luovat sidosryhmille kieroutuneita kannustimia ja miten kannustimien ohjaama käyttäytyminen aiheuttaa omistuseron diluutiota. Diluutiolla tarkoitetaan tässä työssä omistuseron laimentumista, eli suhteellisen omistuosuuden pientymistä, joka voi syntyä esimerkiksi markkinoille laskettavien uusien osakkeiden aiheuttamana, tai osakekohtaisten kustannusten kasvaessa. Tutkimuksessa on kaksi tutkimuskysymystä. Ensimmäinen tutkimuskysymys auttaa selkiyttämään ongelmaa rakenteen näkökulmasta: Miten SPAC-yhtiön rakenne aiheuttaa kieroutuneita kannustimia. Toinen tutkimuskysymys asettuu kannustimien näkökulmaan, selvittämällä niistä aiheutuvia seurauksia: Miten kannustimet aiheuttavat diluutiota sijoittajien omistuosuuteen.

Tutkimusongelman vakavuuden ymmärtäminen edellyttää ymmärrystä SPAC:ien historiasta ja suosion taustasta. Ymmärryksen laajentuessa alaluvun 1.4 avulla, työssä johdatellaan tutkimuskysymyksiin vastaamiseen esittelemällä yksityiskohtaisesti SPAC-yhtiön rakennetta, toimintatapaa sekä kannustimista. Tutkielmassa keskitytään varsinkin niin sanottuihin kieroutuneihin kannustimiin, jotka vääristävät päätöksiä siten, että niillä on yhtiön reaali- tai pörssisuoriutumisen kannalta heikentäviä vaikutuksia.

1.2 Tutkimusmetodologia ja aikaisemman tutkimuksen niukuus

Tämän kandidaatintyön tutkimusmenetelmänä on kirjallisuuskatsaus, jossa aihetta käsitteleviin ulkoisiin tutkimuksiin tutustutaan ja niiden tuloksista luotuja synteesejä dokumentoidaan. Vaikka SPAC:it ovat tällä hetkellä ajankohtaisempia ja suosittumia kuin koskaan aikaisemmin, tieteellistä tutkimusta on tehty suosioon verrattuna varsin niu-

kasti. Niukkuus selittyy osin suosion yllättävyydellä, mutta se on kokonaisuudessaan perustelematonta, sillä SPAC:it ovat olleet Yhdysvalloissa jo toista vuosikymmentä rahoitusratkaisuna. Äkillisen suosion myötä tieteen- ja ammatinharjoittajien välille on kuitenkin syntynyt kiivasta keskustelua, jonka ansiosta usea laadukas tieteellinen tutkimus on julkaistu kuluneen vuoden aikana. Myös tutkimusdatan määrän eksponentiaalinen kasvu tulee luomaan houkuttelevia lähtökohtia uusille tutkimuksille lähitulevaisuudessa.

Tämän kandidaatintyön tulokset perustuvat poikkeuksetta Yhdysvaltojen markkinoilta kerättyihin tuloksiin ja niistä koostettuihin tutkimuksiin. Moni olennaisimmista tutkimuksista on julkaistu vasta hiljattain, joka implikoi, että SPAC:ien diluution aiheuttamat piilevät kustannukset ovat vasta hiljattain korostuneet. Muutos on havaittavissa verrattaessa aikaisempien tutkimusten tutkimusalueita uudempiin tutkimuksiin. Boyer ja Baigent (2008) koostivat katsauksen SPAC:in rakenteeseen sekä osakekurssien suoriutumiseen vaikuttaviin tekijöihin. Käsitys SPAC:eista on kuitenkin muuttunut merkittävästi vuodesta 2008, joten uudempien lähteiden käyttäminen on merkityksellisempää. Sekä Lakicevic et al. (2013) että Cumming et al. (2014) tutkivat, millaiset olosuhteet ja yhtiörakenteet todennäköisemmin johtavat hyväksytyyn sulautumissopimukseen. Kolb ja Tykvová (2016) tutkivat kohdeyhtiön näkökulmasta SPAC:in avulla listautumista ja vertaavat sitä normaaliin listautumiseen. Blomkvist ja Vulcanovic (2020) tutkivat millaisissa markkinaolosuhteissa SPAC:ien suosio kasvaa ja toisaalta millaisissa se heikkipä. Chatterjee et al. (2016) kuvailevat SPAC:in uniikkeja ominaisuuksia sekä esittävät sponsorikompensoinnin ja warrantien sitouttavia vahvuuksia. Edellä kuvatut lähteet luovat hyvän peruskäsityksen aiheesta ja rakenteesta, mutta eivät vastaa kannustin- tai diluutiokysymyksiin.

Tämän kandidaatintutkielman tutkimuskysymyksiin vastasivat alla esitetyt tutkielmat joko osittain tai huomattavasti. Jenkinsonin ja Sousan (2011) tutkimus keskittyi SPAC:in arvonaluontikykyyn ja otti merkittävästi kantaa sponsorien kannustinrakenteeseen. Lakicevic ja Vulcanovic (2011) tutkivat päällisin puolin SPAC:ien tunnuspiirteitä, johdon ja sijoittajien kannustimia sekä niiden vaikutuksia osakekursseihin. Dimitrova (2016) oli yksi ensimmäisistä kieroutuneita kannustimia tutkimuksensa lähtökohdaksi ottaneista, mutta tutki niitä varsin kapeasti, keskittyen vain sponsorien kompensointiin ja sen vaikutukseen yhtiön osakekurssin kannalta. Nilsson (2018) tutki Dimitrovan (2016) tavoin kannustinrakennetta, mutta laajemmin sisällyttäen myös sijoittajan näkökulman lunastuksien antamaan suojaan ja warranteihin. Nilsson (2018) lisäksi nosti esille diluution aiheuttamat ongelmat sijoittajalle. Gahng et al. (2021) syvensivät tutkimuksessaan SPAC:in kustannusrakennetta ja sidosryhmien eri taloudellisia rooleja. He nostivat diluution merkittäväksi piilevien kustannuksien aiheuttajaksi ja analysoivat SPAC:in

houkuttelevuutta. Tämän työn kannalta kiistatta olennaisin tutkimus on Klausnerin et al. (2021) julkaisema *A Sober Look At SPACs*, jossa käsitellään erittäin laajasti SPAC-rakenteen piileviä kustannuksia ja niiden kohdistumista, analysoidaan sidosryhmien kannustimia sekä arvioidaan SPAC:ien aiheuttamaa omistusosuuden diluutiota.

Kuten edellä esitetään, tieteelliset tutkimukset ovat varsin niukassa ja olemassa olevat ovat tutkimusalaltaan hajaantuneet. Toisaalta juuri aiemman tutkimuksen niukkuuden vuoksi aiheen tutkiminen myös kandidaatintyössä on tärkeää. Tässä tutkimuksessa luodaan tieteellisten lähteiden avulla kokonaiskäsitys SPAC:in rakenteesta, rakenteiden aiheuttamista kannustimista ja niiden epäsuotuisuuksista. Kirjallisuuskatsauksessa hyödynnetään monipuolisesti olemassa olevia tieteellisiä tutkimuksia ja tuetaan niiden tuloksia ammattimediaossa julkaistuilla laadukkailla artikkeleilla. Edellä esitetyt olennaiset tieteelliset lähteet ovat koottu liitteistä löydettävään taulukkoon 1. Taulukossa on lyhyesti esitetty lähteiden tutkimussegmentit sekä julkaisukanaville haetut Julkaisuforumin tasot. Näin ollen tutkimuksessa on keskitytty laadukkaiden lähteiden hyödyntämiseen.

Edellä esitetty aineisto kerättiin Andor-tiedonhakupalvelusta taulukossa 2 esitettyjä hakutermejä käyttäen. Aineiston lisärajaaminen kandidaatintyöhön sopivaksi onnistui rajaamalla tuloksiin vain vertaisarvioitut julkaisut, jotka olivat kirjoitettu englanniksi ja saatavilla verkossa.

Taulukko 2: Aineiston keräämiseen käytetyt hakutermit

Hakutermit	Andor	Web of Science
spec* purpose acquisition company* AND SPAC	270	13
spec* purpose acquisition compan* AND SPAC AND (incentive OR dilution)	61	5
Yhteensä	297	18
Rajattu: vertaisarvioitut julkaisut, saatavilla verkossa sekä englannin kieli		

Tarve hakujen edistysellisemmälle rajaamiselle ei korostunut tutkimuksen niukkuudesta johtuen. Niukkuuden vuoksi myöskään Web Of Sciencea ei käytetty tiedonhakupalveluna, sillä osumia saatiin vain muutamia ja kyseiset tutkimukset löytyivät myös Andorista. Käytetty lähdeaineisto valikoitui lukemalla ja kiinnittämällä huomiota sisältöön, joka joko vastasi tutkimuskysymykseen tai merkittävällä tavalla SPAC:ien taustoitukseen. Lisäksi osa lähteistä etsittiin alan olennaisimpien tutkimusten viitteistä, sillä laadukkaat tutkimukset validoivat myös viitattujen tutkimuksien laadukkuutta.

1.3 Tutkielman rakenne

Tutkielma on jaettu osiin seuraavalla tavalla: Alaluvussa 1.4 luodaan katsaus SPAC:ien historiaan sekä nopeasti kasvaneen suosion taustoihin, jotta tutkimusongelman vakavuus välittyy lukijalle. Toisessa luvussa käsitellään SPAC-yhtiön toimintatapaa käymällä yksityiskohtaisesti läpi sen erityinen elinkaari ja rakenne. Taustoitusta valmistaa lukijaa teorian näkökulmasta kolmanteen lukuun, sillä lukijan tulee ymmärtää, mitkä tekijät motivoivat sidosryhmiä johdonmukaisesti tietynlaisiin päätöksiin SPAC:in elinkaaren eri vaiheissa. Kolmannessa luvussa tarkastellaan, millaisia kannustimia SPAC-yhtiön rakenteesta muodostuu sidosryhmille eri vaiheissa ja mitä vaikutuksia niillä on sidosryhmien toimintaan. Näin ollen kolmannessa luvussa vastataan ensimmäiseen tutkimuskysymykseen. Kolmannessa luvussa esitetyt kannustimet auttavat ymmärtämään loogikkaa neljännessä luvussa esitettyjen tuloksien taustalla. Neljännen luvun alussa taustoitetaan toista tutkimuskysymystä esittämällä diluutioon käsite, ja miten se ilmenee SPAC:ien yhteydessä.

Toiseen tutkimuskysymykseen vastaaminen toteutetaan tutkimalla diluution osatekijöitä ja niiden syntymistapaa. Tutkielman päätelmäluvussa esitetään tulokset kootusti, luodaan johtopäätöksiä tuloksien perusteella ja ehdotetaan kehityskohteita SPAC-yhtiön rakenteisiin liittyen, jotta kannustimien kieroutuminen neutraloituisi ja diluutio vähenisi.

1.4 Petosepäilyistä markkinat mullistavaksi rahoitusvälineeksi ja takaisin

SPAC:eilla on varsin värikäs historia, jonka aikana erityiset rakenteet ovat muodostuneet ja edistäneet suosion kehittymistä vastaamalla yhtiöiden ja sijoittajien tarpeisiin. Kasvaneen suosion myötä myös nykyisten ongelmien merkitys on vahvistunut huolestuttavasti. On tärkeää tuntea SPAC:ien historiaa ja suosion taustaa, jotta voidaan ymmärtää niiden aiheuttamien epäsuotuisuuksien vakavuutta.

1.4.1 SPAC-diffuusion hidaskäynnin alku

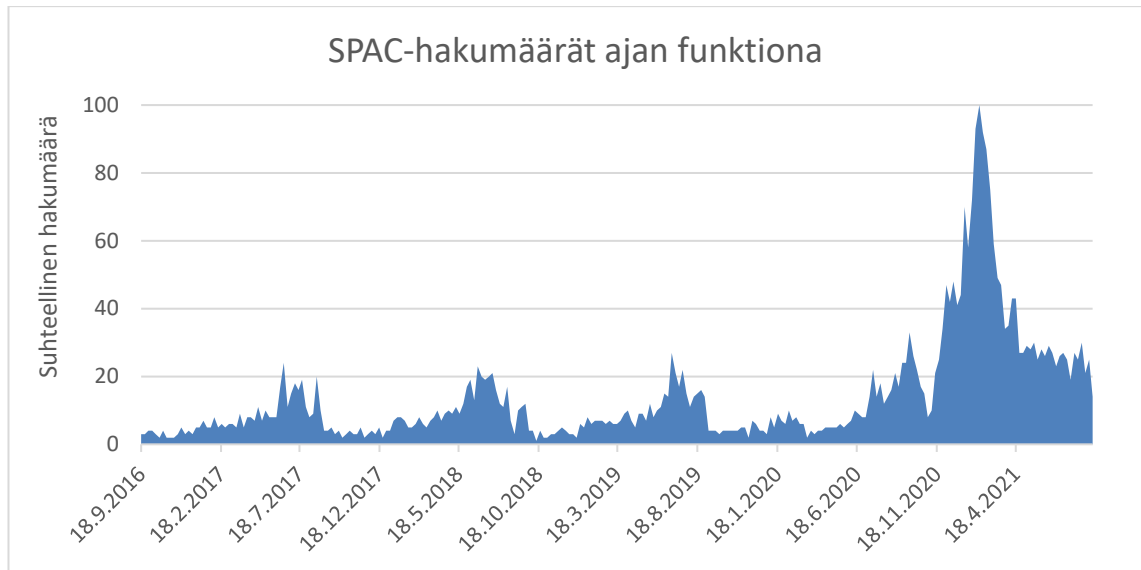
SPAC:it perustuvat alunperin Yhdysvalloissa 1980-luvulla yleistyneisiin ”avoimen shekin penniosakkeisiin” (engl. *blind pools*, *blind checks*), joihin monet optimistiset yksityissijoittajat erehtyivät sijoittamaan erinomaisten tuottolupausten vuoksi. Todellisuudessa näitä yrityksiä käytettiin usein petostapauksissa ja kyseinen maine jäikin monelle sijoittajalle karvaaksi muistikuvaksi (Kolb & Tykvová, 2016; Feldman, 2018, s.109). SPAC:it kehittyivät 1990-luvun puolessavälissä Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssiko-

mission (engl. *United States Securities and Exchange Commission, SEC*) luoman Rule 419-säädöksen pohjalta, joka rajoitti ”avoimen shekin”-yhtiöiden toimintaa ja paransi niiden läpinäkyvyyttä. Muutos alkoi, kun investointipankkiiri David Nussbaum ja lakimies David Miller havaitsivat houkuttelevan mahdollisuuden heikon listautumismarkkinan, elpyvän talouden sekä Rule 419:n keskeltä. Vaikka hyvin byrokraattinen listautumisasetus Rule 419 ei koskenutkaan yhtiöitä, jotka hakevat yli viiden miljoonaa dollaria rahoitusta, Nussbaum ymmärsi, että valitsemalla sopivat rajoitteet hän saisi sekä komission, että sijoittajat suhtautumaan myönteisesti kehittämäänsä kuoriyhtiömalliin. Nussbaumin oivallus johti siihen, että luottamus kuoriyhtiöitä vastaan palasi. Tämän ansiosta nopeasti kasvavilla yksityisillä yhtiöillä oli mahdollisuus päästä orastavan nousukauden alussa osaksi julkista kaupankäyntiä, vaikka listautumismarkkinoiden elpymistä ei ollut vielä havaittavissa. Nussbaumin ja Millerin perusteellisen työn validoi se, että SPAC:ien perusrakenne on yhä säilynyt, vaikkakin rakenteita on tarkennettu ja muokattu markkinoiden muutosten mukaisesti. (Feldman, 2018, s.109).

SPAC-innovaation diffuusio oli aluksi hidasta, sillä ne kävivät kauppaa OTC-markkinoilla (engl. *Over-the-counter*) eivätkä täten päässeet osaksi julkista kaupankäyntiä. Merkittävä edistys kuoriyhtiöiden yleistymisessä saavutettiin Yhdysvalloissa vuonna 2005, kun AMEX-pörssin säädöksiä muutettiin hyväksymään SPAC-segmentti, sekä vuonna 2009, kun se hyväksyttiin myös NYSE, ja Nasdaq, pörssiin. (Lakicevic & Vulcanovic, 2011) Vuosien 2007–2009 finanssikriisi vaikutti myös SPAC-markkinoiden volyyymiin erittäin negatiivisesti, mutta ne palautuivat hieman jo vuoteen 2011 mennessä (Chatterjee et al. 2016). Feldman (2018) katsoo SPAC:ien uuden aallon alkaneen vuodesta 2014, kun pääomamarkkinat vahvistuivat ja rakenteiden hienosäädöt hyväksyttiin yhä useampaan pörssiin. (Feldman, 2018. s.113)

1.4.2 Viimeaikainen nopeasti kasvanut suosio

SPAC:it ovat viimeisen 30 vuoden aikana kehittyneet vakuuttavasti epäluotettavien penniosakkeiden maineesta kuumaksi puheenaiheeksi niin Wall Streetin rahoitusammattilaisten, kuin urheilu- ja viihdemaailman tähtien keskuudessa. Puolestapuhujia löytyy aina miljardööri aktivistisijoittaja Chamath Palihapitiyasta, NBA-legenda Shaquille O’Nealiin, sekä Yhdysvaltojen entiseen presidenttiin Donald Trumpiin (Ramkumar, 2021). Lisäksi laaja medianäkyvyys myös ammattilehdissä, sosiaalisessa mediassa, sijoitusfoorumeissa, blogeissa sekä podcasteissa on epäilemättä vahvistanut merkittävästi yksityissijoittajien mielenkiintoa aihetta kohtaan. Tätä havainnollistaa kuva 1, jossa on esitetty suhteellinen SPAC-hakusanan suosio Google-hakukoneessa viimeisen viiden vuoden ajanjaksolta.



Kuva 1: Suhteelliset SPAC-hakumäärät Googlessa ajanjaksolta 09/2016–09/2021 (Tiedot Google Trends, 2021)

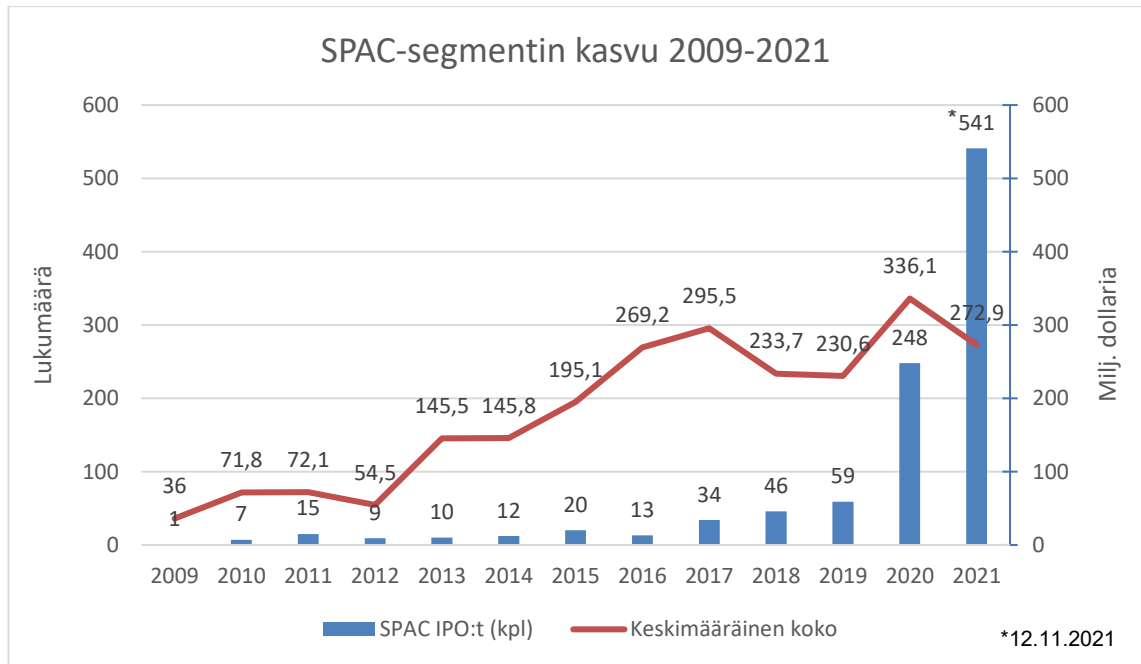
Kuvasta nähdään, että ennen marraskuuta 2020 hakujen määrä oli kohtuullinen ja noudatti säännöllistä syklistä mallia. Syklisyys syntyy todennäköisesti ilmiöstä, joka tunnetaan Wall Streetillä strategiana nimeltä ”Myy toukokuussa ja odota puoli vuotta”. Kesäkuukausien ja alkusyksyn todistetusti heikkojen tuotto-odotuksien vuoksi myös yksityiset yhtiöt viivästyttävät strategisesti listautumista, jotta aktiivisempänä markkina-aikana saavutettaisiin korkeampi valuaatio. (Çolak & Günay, 2010; Pisani, 2019) Kuvan 1 perusteella ilmiö olisi kuitenkin käänteinen: kiinnostus SPAC:eihin näyttää kasvavan kesäkuukausina. Ilmiön perustelevat Boyer ja Baigent (2008) sekä SPAC-listautumisien ja normaalien IPO:jen eroavaisuuksia tutkineet Kolb ja Tykvová (2016), jotka havaitsivat, että SPAC:ien kautta listautuminen yleistyy IPO-markkinoiden heikentyessä. SPAC:ien likvidi pääoma on kiistämättä rahoitusta hakevalle kasvuyhtiölle huomattavasti houkuttelevampi vaihtoehto heikossa IPO-markkinassa, kuin listautuminen matalalla valuaatiolla (Kolb & Tykvová, 2016).

Kuvan 1 mukaan kuitenkin vuoden 2020 lopussa hakujen määrä alkoi kasvaa äkillisesti ja jopa nelinkertaistui helmikuussa 2021 verrattuna aikaisempiin huippuihin. Kyseinen äkillinen kasvu on osoitus rahoitusmarkkinoiden nopeasta koronapandemian jälkeisestä resilienssistä, joka kulminoitui kansalaisille tilitettyihin shekkiavustuksiin osana Yhdysvaltojen hallituksen laajaa elvytyspolitiikkaa. Elvytysshakit loivat huomattavaa sijoitusintoa, joka realisoitui S&P 500-indeksiin 80 % nousulla maaliskuun 2020 romahdukseen nähden. Äkkivaurastumisen tavoittelu sekä riskinottoa kasvattava *paitsi jäämisen pelko* (engl. *Fear Of Missing Out, FOMO*) johtivat noviisien kohdalla todennäköisesti

spekulatiivisiin osakepaimintoihin fundamenttiosaamisen puuttuessa. (Bonaparte, 2021; Phillips, 2021) Kasvanut suosio selittyy täten myös tammikuussa 2021 Reddit-verkkosivustolta alkaneeseen yksityissijoittajien ryhmytymiseen, joka synnytti disruptiivista liikehdintää markkinoilla Wall Streetin isoja institutionaalisia sijoittajia vastaan (Winck, 2021). Ilmiö heijastui spekulatiivisena SPAC:ien puolesta, jota kasvatti edellä mainittu medianäkyvyys.

SPAC:eissa sijoittaja lyö puhtaasti vetoa SPAC-johdon osaamisen puolesta, koska sulautumiskohteena olevasta kasvuyhtiöstä ei ole vielä sijoitusvaiheessa tietoa (Klausner et al. 2021). Tällä tavoin SPAC:it ovat luoneet yksityissijoittajille mahdollisuuden hyötyä johdon ammattitaidoista päästessään osaksi yritysjärjestely- ja kasvuyhtiökenttää, joka on aikaisemmin ollut vain suurien pääomasijoitusyhtiöiden etuoikeus (Nilsson, 2018). Vastaavasti Dimitrova (2016) on tituleerannut SPAC:eja ”köyhän henkilön pääomasijoittamiseksi” (engl. *poor man’s private equity*). Lisäksi Morgan Stanleyn (2020) ja Jenkinson & Soutan (2011) mukaan SPAC:it koetaan turvallisenä sijoituskohteena, sillä niissä yhdistyvät korkea sijoittajakontrolli sekä pieni riski korkeaan tuottopotentiaaliin nähden. Lisäksi vaihtoehtoiskustannusta pidetään yleisesti pienenä, vaikka pääoma voikin olla jopa kahdesta kolmeen vuotta kiinnitettynä yhtiöön (Schachter, 2021).

Myös yksityiset kohdeyhtiöt ovat ymmärtäneet SPAC:ien viimeaikaisen vitaalin suosion hyödyntämismahdollisuuden siirtyessään niiden avulla pörssiin. SPAC:in avulla kohdeyhtiö säästyy pörssin pitkiltä regulatiivisilta listautumisprosesseilta, jotka kuluttavat runsaasti yhtiön resursseja ja joiden aikana sijoittajien kiinnostus yhtiötä kohtaan voi lopahtaa ennenaikaisesti ja valuaatio laskea. Sen sijaan likvidiä pääomaa sisältävät SPAC:it luovat joustavuutta ja pidentävät listautumisen aikaikkunaa valuaation ylläpitämisen näkökulmasta. (Kolb & Tykvova, 2016; Dimitrova, 2017) SPAC:it ovat näyttäneet houkuttelevalta vaihtoehdolta varsinkin sellaisille omistajille ja pääomasijoitusyhtiöille, jotka hakevat listautumisen luomalla likviditeetillä helppoa ja nopeaa tapaa irtautua kohdeyhtiön omistusosuudesta (Kolb & Tykvova, 2016). Omistajat ovat olleet varmasti mielissään myös valuaation näkökulmasta, sillä koronapandemian jälkeisessä elvytyksessä nousumarkkinassa rahoitusta on ollut niin reilusti saatavilla, että useat SPAC:it ovat maksaneet selvää ylihintaa kohdeyhtiöistä (Idzelis, 2021). Kasvanut kysyntä on realisoitunut taloustieteen teorian mukaisesti kasvavana tarjontana, joka on havainnollistettu kuvassa 2.



Kuva 2: SPAC listautumisten lukumäärä ja keskimääräinen koko vuosina 2009–2021. (Tiedot SPACInsider, 2021)

Kuten myös kuva 2 osoittaa, SPAC:ien suosio on kasvanut eksponentiaalisesti viimeisen kahden vuoden aikana, joten aihe on epäilemättä ajankohtaisempi kuin koskaan aikaisemmin. Vuonna 2020 248 uutta SPAC:ia listautui pörssiin, joka vastasi 52 %:a kaikista listautumisista. Vastaavat vuonna 2021 SPAC-listautumisia on ollut jo 541 kappaletta, joka vastaa 58 %:a yhteensä 940:stä listautumisesta. (SPACInsider, 2021; Stock Analysis, 2021)

1.4.3 Kyseenalainen historia toistaa itseään

Erittäin aktiivisen ensimmäisen kvartaalin aikana SPAC:ija listautui 283 kappaletta, jonka jälkeen SPAC-markkinat rauhoittuvat toisen kvartaalin aikana 41 kappaleeseen (SPACInsider, 2021). Hidastumisen taustalla voidaan pitää SEC:n tiukentunutta sääntelyä SPAC:ija kohtaan, sillä uusien kirjanpitosääntöjen omaksuminen ja dokumenttien päivittämistarve hidastivat listautumisprosesseja ja nostivat juridisia riskejä (Sen et al. 2021). Sääntelyn odotetaan lisääntyvän, sillä Salzmanin (2021) artikkelin mukaan SEC:n puheenjohtaja Gary Gensler on useasti moittinut SPAC-johdon ja sijoittajien välisiä ristiriitaisia intressejä. Genslerille ja SEC:lle on tärkeää, että sijoittajille tarjotaan parempaa suojaa epäsuotuisuuksien varalta muun muassa kehittämällä jaettavan tiedon läpinäkyvyyttä ja validiteettia, sekä luodaan olosuhteet, joissa institutionaalisten si-

joittajien mittakaavaetu ei aiheuta yksityissijoittajille piileviä kustannuksia. Salzman (2021).

SPAC:ien suosion viimeaikainen nopea kasvu sekä yksityissijoittajien, että ammattilaisten keskuudessa, on heijastunut jopa yltiöpositiivisena ja läpinäkymättömänä viestintänä mediassa. Tämä on aiheuttanut yksityissijoittajille kiistellysti epäsuotuisan aseman, sillä varsinkaan aloittelevilla yksityissijoittajilla ei usein ole kompetenssia ja resursseja ymmärtää mediassa vaiettua SPAC:ien kääntöpuolta: Rakenteen luomia kieroutuneita kannustimia ja niiden aiheuttamaa omistusrarvon diluutiota. Useiden tutkimusten, kuten Klausnerin et al. (2021) ja Dimitrovan (2016) mukaan institutionaalisten sijoitusyhtiöiden johdossa tämä kääntöpuoli on ymmärretty ja sitä on osattu käyttää jo pitkään hyväksi yksityissijoittajien kustannuksella. Tässä tutkimuksessa luodaan käsitys SPAC:in rakenteen ongelmakohdista ja esitetään niiden aiheuttamien piilevien kustannuksien peitelty totuus. Täten luodaan läpinäkyvyyttä aiheeseen ja ehdotetaan kehitystoimenpiteitä, joilla ongelmia aiheuttavia intressiristiriitoja voitaisiin tasapainottaa.

2. SPAC-YHTIÖN OMALAATUINEN RAKENNE JA TOIMINTATAPA

Tässä luvussa luodaan käsitys SPAC-yhtiön rakenteesta ja toimintatavasta, sillä niiden sisäistäminen on olennaista rakenteen, kannustimien ja diluution välisten implikaatioiden ymmärtämiseksi.

2.1 Yhtiön lyhyt ja erityinen elinkaari

SPAC-yhtiön elinkaari voidaan jakaa usealla eri tavalla tutkimustavoitteiden mukaan. SEC ja Gahng et al. (2021) jakavat sen virallisesti SPAC-aikaan, joka kestää listautumisesta sulautumiseen (tai likvidoimiseen), sekä deSPAC-aikaan, joka alkaa sulautuneen yhtiön ensimmäisestä pörssipäivästä. Toisaalta Cumming et al. (2014) tunnistavat elinkaaresta kolme erillistä vaihetta: ei kohdetta, kohde löydetty sekä sulautuminen toteutettu tai vetäydytty. Kolmanneksi Klausnerin et al. (2021) mukaan elinkaari voidaan jakaa yhteensä kolmeen päävaiheeseen. Tässä tutkielmassa ne ovat mukailtu seuraavanlaisesti: 1. IPO-vaihe, 2. Sopimusvaihe: aiesopimus, lunastus ja PIPE, sekä 3. Sulautumisvaihe. Yleinen SPAC-yhtiön elinkaari kuvataan seuraavaksi tarkemmin soveltaen Klausnerin et al. (2021) mukaista jaottelua, sillä se sisältää tulosluvun kannalta olennaiset rakenteet, jotka luovat kannustimia ja vaikuttavat diluutioon. Elinkaari on mukailtu kuvassa 3, joka löytyy liitteestä B.

2.1.1 IPO-vaihe

SPAC-yhtiön muodostuminen alkaa kohdasta 1, jossa SPAC:in perustajat, sponsorit, kokoavat kyvykkään ja usein myös maineikkaan johtoryhmän, joilla on asiantuntijuutta ja todistettuja onnistumisia yhtiötä kiinnostavilta toimialoilta. (Cumming et al. 2014) Ennen SPAC:in listautumista, sponsori tiimi järjestää yksityisen rahoituskierroksen sijoitukseen yhtiölle omaa pääomaansa kattamaan listautumisen ja kohteen etsinnän kustannuksia. Alkusijoituksen määrä on noin 5 % listautumisessa haettavasta pääomasta ja rahoitusvälineenä toimivat yleensä warrantit, joita sponsorit ostavat edullisesti, usein 1,5 dollarin yksikköhintaan. (ClearThink Capital, 2021; Gahng et al. 2021) Määrä on kasvanut, sillä Lakicevicin ja Vulcanovicin (2011) tutkimuksessa alkusijoitus vastasi 2,76 %:a pääomasta ja warrantien keskihinta oli 0,95 dollaria. Lisäksi sponsorit ottavaa yh-

teyttä merkintäsitoumuksia tarjoaviin investointipankkeihin (engl. *underwriting*) SPAC:in listautumisen tukemista ja markkinatakaamista varten (Lakicevic & Vulcanovic, 2011). Gahngin et al. (2021) mukaan sponsorien palkkaamille merkintäsitoumuksen myöntäjille maksetaan noin 5,5 %:a listautumisessa haettavan pääoman määrästä listautumisen käytännön järjestelyiden, markkinoinnin ja takaamisen komissiona. Komissiosta 2 %:a maksetaan listautumisen yhteydessä ja loput hajautettuna (Gahng et al. 2021). Merkintäsitoumuksen komission vaikutuksia diluutioon käsitellään luvussa 4.

Listautuminen tapahtuu normaalin IPO-prosessin mukaisesti ja sisältää muun muassa listautumisesitteen (engl. *prospectus*), jonka avulla sijoittajat voivat päälisin puolin arvioida listautuvaa yhtiötä, listautumisen ehtoja sekä johdon ammattitaitoa (SEC, 2021.). Klausnerin et al. (2021) mukaan listautumisen yhteydessä sponsoriimi pidättää 20 %:a yhtiön osakkeista kompensationsa ja laskee 80 % osakkeista julkiseen kaupankäyntiin. Nämä sponsoriosakkeet ovat lukittuja, eikä niillä ole äänioikeutta yhtiökokouksessa. Ne kuitenkin vapautuvat ja kääntyvät äänioikeudellisiksi osakkeiksi, jos sopimus sulautumisesta hyväksytään kohdassa 4.5 (Gahng et al. 2021). Sponsorien kompensations vaikutuksia diluutioon käsitellään luvussa 4.

Listautumisantiin osallistuessa sijoittaja ostaa 10:llä dollarilla pakettiyksikön, joka sisältää useimmiten osakkeen sekä warrantin- ja merkintäoikeuden murto-osia. Warrantit ovat johdannaisia, joilla voidaan käydä arvopapereiden tavoin kauppaa. Ne antavat sijoittajalle mahdollisuuden ostaa osakkeita ennalta määrättyllä hinnalla tulevaisuudessa (SEC, 2021). SPAC:eissa toteutushinta on usein 11,50:n dollaria ja warrantin voi toteuttaa aikaisintaan 30 päivää sulautumisen jälkeen tai viimeistään viiden vuoden kuluttua. Kysynnän kasvaessa warrantin toteuttaminen voi olla erittäin kannattavaa, sillä warrantin saa tällöin toteutettua huomattavalla alennuksella osakkeen pörssikurssiin nähden (Gahng et al. 2021). Listautumisen jälkeen osakkeilla ja warrantteilla käydään erikseen kauppaa. Koska warrantteja ei voida hyödyntää ennen kuin sulautuminen on tapahtunut, niitä voidaan käsitellä SPAC-yhtiön kehityksessä kuten osto-optioina, jotka erääntyvät arvottomina, jos sopimusta ei synny määräajassa (Cumming et al. 2014). Nilsson (2018) tiivistää merkintäoikeuden toimintaperiaatteen seuraavasti: kokonaista merkintäoikeutta vastaan sijoittaja voi vastaanottaa uuden osakkeen sulautumisen jälkeen ilman kustannuksia. Warranttien ja merkintäoikeuksien vaikutuksia diluutioon käsitellään luvussa 4. Listautumisessa kerätyistä varoista vähintään 90 %, keskimäärin jopa 97 %, asetetaan suljetulle tilille, josta ne sijoitetaan käytännössä riskittömiin valtion velkakirjoihin. Tilille kerääntyvää korkotuloista kassavirtaa voidaan käyttää juoksevien kulujen, kuten kohdeyhtiön etsimisen kattamiseen tai yleisemmin kasvattamaan omistaja-arvoa. Sponsorien osakkeilla ei ole pääsyä tilille keräämään korkoa ja sieltä

voidaan ottaa pääomaa vain kohdan 4.5 jälkeen tapahtuviin lunastuksiin tai sulautumisen toteuttamiseen. (Cumming et al. 2014; Nilsson 2018)

Onnistuneen listautumisen jälkeen SPAC-yhtiöllä on tyypillisesti 24-36 kuukautta aikaa löytää sopiva kohdeyhtiö ja toteuttaa sulautuminen. Lyhyen aikajänteen vuoksi SPAC-yhtiö aloittaa välittömästi kohdan 2 mukaisen potentiaalisten kohdeyhtiöiden etsimisen (Gahng et al. 2021). Kansainvälisesti suurilla markkinoilla, kuten Yhdysvalloissa, SPAC-yhtiö ilmoittaa usein listautuessaan sijoittajille, miltä toimialalta se etsii potentiaalisia kohdeyhtiöitä. Pienemmillä markkinoilla houkuttelevien kasvuyhtiöiden määrä on olennaisesti pienempi, jolloin SPAC voi ilmoittaa useampia segmenttejä tai olla halutessaan julkistamatta tarkkaa toimialaa (SEC, 2021.). Esimerkiksi Suomessa Virala Acquisition Company ei julkistanut tarkkaa toimialaa listautuessaan, sillä toimitusjohtaja Schulmanin (2021) mukaan toimialan ilmoittaminen rajaisi potentiaalisten yhtiöiden joukon niin pieneksi, että se heikentäisi olennaisesti yhtiön neuvotteluasemaa.

Potentiaalisen kohdeyhtiön selvittäminen alkaa pitkän listan (engl. *long list*) laatimisella, johon suurilla markkinoilla valikoidaan noin 100 lupaavaa yhtiötä. Tämän jälkeen listaa kavennetaan ja karsitaan noin 15:een potentiaalisimpaan kandidaattiin analysoimalla yhtiöitä ja markkinoita. Näin syntyneen lyhyen listan (engl. *short list*) kanssa edetään kohdan 3 mukaiseen neuvotteluosuuteen keskustelemaan tarkemmin mahdollisesta sulautumissopimuksesta. (Cumming et al. 2014)

2.1.2 Sopimusvaihe

Kohdassa 4 neuvottelut etenevät kohdeyhtiön kanssa kohti loppua. Jos molempia osapuolia miellyttävää sulautumista ei saada sovittua, joutuu SPAC-yhtiö joko palaamaan kohtaan 2, jolloin potentiaalisten kohdeyhtiöiden etsintä jatkuu, tai elinkaaren aikaikkunan sulkeutuessa likvidoitumaan, jolloin pääoma palautetaan sijoittajille ja yhtiön olemassaolo loppuu (Cumming et al. 2014). Jos sopimukseen päästään, SPAC-yhtiö ja kohdeyhtiö julkaisevat aiesopimuksen (engl. *letter of intent*), joka vahvistaa yhteisymmärryksen oikeudellisesti sitovan sopimuksen luomisesta (Rossi, 2021). Aiesopimuksen jälkeen SPAC-yhtiö järjestää yhtiökokouksen (kohta 4.5), jossa toteutetaan valtakirjapohjainen äänestys (engl. *proxy vote*) sulautumisesta. Yhtiökokouksessa vaadittava sopimuksen hyväksyntä on tapa siirtää sijoittajalle kontrollia suojatakseen omistuksensa. Enemmistön päätöksellä sopimus joko hyväksytään tai hylätään. Hylättäessä siirrytään usein takaisin kohtaan 2, jossa uuden kohdeyhtiön etsintä jatkuu. Jos sopimus hyväksytään, siirrytään sulautumisprosessiin. (Cumming et al. 2014).

Sijoittajan suojaksi on rakenteeseen luotu myös mahdollisuus vetäytyä sijoituksestaan. Ennen vuotta 2010 sijoittaja kykeni irtaantumaan sijoituksestaan äänestämällä aiesopimusta vastaan ja täten lunastamalla osakkeensa sijoittamaansa pääomaa vastaan. Kuitenkin vuonna 2010 SEC asetti säädöksen, jossa sijoittaja saa äänestää sulautumisen puolesta ja silti lunastaa yhtiön luottotilillä olevasta pääomasta takaisin osakkeitaan vastaavan suhteellisen määrän rahaa korkoineen (Gahng et al. 2021). Koska warrantteilla käydään kauppaa julkisessa kaupankäynnissä osakkeista erillään, ne eivät lukeudu lunastuksiin, joten ne jäävät sijoittajalle myös lunastamisen jälkeen. Klausner et al. (2021) korostavat lunastamismahdollisuuden olennaisuutta, sillä lunastusten määrän kasvaessa sopimukseen vaadittavan rahoituksen määrä vähenee samassa suhteessa. Kun runsas määrä sijoittajia lunastaa osakkeensa, syntyy SPAC:in rahoitusvaje, jonka vuoksi sulautumisen toteutuminen on vaarassa (Klausner et al. 2021.). Pörsseissä nimittäin yleisenä vaatimuksena on, että sulautumishetkellä kohdeyhtiön markkina-arvon tulee olla vähintään 80 %:a SPAC-yhtiön sen hetkisestä nettovarallisuudesta (Dimitrova, 2016). Yleinen tapa varmistaa tämä minimirahoitusosuus on sponsorien järjestämän PIPE-rahoituskierron avulla. (engl. *Private Investment In Public Equity*). Niimensä mukaisesti rahoituskierron järjestetään pörssin julkisen kaupankäynnin ulkopuolella poikkeuksetta institutionaalisille tai suurille yksityissijoittajille. Gahng et al. (2021) toteavat, että myös sponsorit voivat itse osallistua kierrokseen, mutta arvostettujen institutionaalisten sijoittajien halu osallistua toimii aiesopimuksen houkuttelevuuden vahvistajana, joka voi hillitä julkisten sijoittajien lunastusten määrää.

Lunastamismahdollisuus on yksi SPAC:ien keskeisimmistä ominaisuuksista, jota on kirjallisuudessa analysoitu paljon. Koska lunastamisesta seuraava rahoitusvaje ja sen paikkaaminen ovat yksi diluution voimakkuuden vaikuttavimmista tekijöistä, sitä käsitellään laajemmin luvussa 4.

2.1.3 Sulautumisvaihe

Kohdassa 5 yhtiöiden sulautumisprosessi alkaa ja sovittuja yritysjärjestelyjä implementoidaan osaksi byrokratiaa ja käytäntöjä. SPAC-yhtiön hallitus ei yleensä tavoittele yli 50 %:n omistusta, eli hallintaa sulautuneesta yhtiöstä, sillä se ei olisi johdon intressien mukaista. Kokeneet sponsorit voivat kuitenkin asettua kohdeyhtiön hallitukseen tai operatiiviseen johtoon tuomaan hyödyllistä näkemystä yhtiön kehittämiseen. Tämä on sijoittajalle positiivinen merkki, sillä Dimitrovan (2017) havaintojen mukaan johdon vastuunotto sulautuneesta yhtiöstä on heijastunut positiivisesti yhtiön pitkäaikaiseen kursisikehitykseen. Itse sulautumisprosessi vie noin viisi kuukautta, kunnes saavutetaan merkittävä virstanpylväs, uuden sulautuneen yhtiön ensimmäinen pörssipäivä.

3. RAKENTEEN LUOMAT KANNUSTIMET SPONSOREILLE JA SJOITTAJILLE

Kannustimien, eli insentiivien, ydin on siinä, että ne motivoivat ulkoisesti johonkin valintaan tai toimintaan. Jamesonin et al (2020) mukaan kannustimien kompensatiojärjestelmä tulisi rakentaa osaksi yhtiön suoriutumista siten, että johto toimisi omistajien parhaan edun mukaisesti. Päinvastoin SPAC:eissa järjestelmä on rakennettu siten, että olennaisimmat sidosryhmät toimivat omien etujensa mukaisesti. Tässä luvussa esitetään SPAC-rakenteen aiheuttamat kieroutuneet kannustimet, joiden aiheuttamat kustannukset loppujen lopuksi kohdistetaan sijoittajille, jotka eivät lunastaneet.

3.1 Sponsori voittaa aina

Vedonlyönnin poikkeamaton sääntö ”talo voittaa aina” pätee myös SPAC:eihin. Sijoittajat lyövät sijoittaessaan vetoa sponsoreista ja heidän ammattitaidoistaan ilman, että pystyvät läpinäkyvästi arvioimaan aiesopimuksen todellista arvonluontikykyä. Tämä asetelma luo sijoittajille epäsuotuisan aseman, jota monet sponsorit käyttävät häikäilemättömästi hyväksi omien etujensa ajamisessa.

Kuten alaluvussa 2.1 todettiin, tyypillisesti Yhdysvalloissa SPAC-sponsorien kompensatio on 20 %:a yhtiön osakepääomasta. Lisäksi sponsorit ostavat usein itse runsaasti warrantteja ennen listautumista, jotta yhtiön kassaan saadaan perustamishetkellä riittävästi pääomaa kattamaan tulevia kustannuksia. Lakicevicin ja Milanovicin (2009) mukaan keskimääräisesti jopa 3,75 miljoonaa warrantia 0,95 dollarin kappalehintaan. On siis selvää, että toteutuessaan sponsorien omistamien warrantien arvo on todella suuri. On oleellista painottaa, että sponsorien kompensatian realisoituminen on riippuvainen ainoastaan sulautumisen toteutumisesta, josta lopulta päättävät osakkeenomistajat yhtiökokouksessa (Jenkinson & Sousa, 2011). Jos sopimusta ei synny elinkaaren aikana, tai sitä ei hyväksytä, yhtiö joudutaan likvidoimaan. Tällöin sponsorit eivät pelkästään menetä kompensatiota, eli mahdollista tuottoa, vaan he menettävät kokonaisuudessaan myös alkuperäisen investointinsa (Klausner et al (2021). Lisäksi maineikkaille sponsoreille syntyy kiistatta merkittävä vaihtoehtoiskustannus likvidoinnin seurauksena, sillä tuntikohtainen korvaus arvonluonnista olisi luultavasti ollut varsin korkea vaihtoehtoisessa liiketoiminnassa (Cumming et al. 2014). Myöskään potentiaalista mainehaittaa

elinkeinoelämässä ei voida sulkea pois epäonnistumisen yhteydessä. Sponsoreille syntyvien kannustimien voimakkuutta on itseasiassa systemaattisesti jopa aliarvioitu tieteellisissä lähteissä, sillä niissä ei käsitellä tarpeeksi edellä esitettyjä mahdollisia tappioita.

Jenkinsonin ja Sousan (2011) mukaan edellä esitetty sponsorien taloudellinen nousu ja laskusuuntaisuus luo äärimmäisen voimakkaan kannustimen sponsoreille painostaa sopimuksen hyväksymiseen riippumatta siitä, onko sopimus omistajille arvoa luova vai tuhoava. Samaan lopputulokseen päätyvät muun muassa myös Klausner et al. (2021) ja Dimitrova (2017). Koska kirjoitushetkellä noin 400 SPAC:ia etsii kohdeyhtiötä (Burnett, 2021), on epätodennäköistä, että kaikki tulevat löytämään sellaisen kohdeyhtiön, jonka kanssa sulautuminen luo kustannuksia enemmän arvoa osakkeenomistajille. Tästä johtuen likvidointia pelkäävät sponsorit ovat valmiita toimimaan moraalisesti kyseenalaisilla tavoilla, jotta osakkeenomistajat hyväksyisivät sopimuksen. Tätä implikoi muun muassa Dimitrovan (2016) havainto siitä, että arvoa tuhoavien sopimusten todennäköisyydellä ja sponsorien ottamien lakisyytteisiin liittyvien vakuutuksien suuruudella on selvä yhtäläisyys.

Jenkinson ja Sousa (2011) huomauttavat, ettei mikään estä sponsoreita tai heidän yhteistyökumppaneitaan ostamasta äänioikeutettuja osakkeita markkinoilta sopimuksen hyväksymistä tukeakseen. Sponsorit yrittävät havaita todennäköisesti sulautumista vastaan äänestäviä osakkeenomistajia ja ostaa heidän osakkeensa äänestääkseen niillä sopimuksen puolesta. Riski on pieni, sillä sulautumisen toteutuessa 20 %:n kompensatio on todennäköisesti reilusti suurempi, kuin ostetuiden osakkeiden arvon aleneminen huonon sopimuksen seurauksena. Toisaalta, jos sopimusta ei hyväksytä sponsorien ostoista huolimatta, sponsorit saavat osakkeiden listautumisarvon ja sille kasvaneen koron takaisin yhtiön likvidoituessa, jolloin tappiot jäävät pieniksi. (Jenkinson & Sousa, 2011)

Sponsorit tekevät paljastamattomia sopimuksia maineikkaiden institutionaalisten sijoittajien kanssa, joille he kertovat tarkemmin sopimuksen sisällöstä. Tällä tavoin PIPE-rahoituskierröksellä on tarkoituksena validoida sopimusta ja täten vähentää kielteistä äänestämistä ja lunastuksien määrää. Toisaalta on myös mahdollista, että sponsorit myyvät osakkeita PIPE-kierröksellä institutionaalisille sijoittajille huomattavalla alennuksella, jos ne lupautuvat äänestämään sulautumisen puolesta ja validoimaan sopimusta. (Klausner et al. 2021) Alennuksen ansiosta sijoitus voi olla institutionaaliselle sijoittajalle todella kannattava, kuten Klausner et al. (2021) tutkimuksen otoksessa PIPE-sijoittajat saavuttivat 72 %:n tuoton, vaikka yksityissijoittajalle sulautuminen aiheuttaisi tappioita.

Läpinäkymättömyydestä johtuen yksityissijoittajat eivät juurikaan kykene tekemään omaa due diligence-tutkimusta, joten he joutuvat luottamaan johtoon, jonka ammattitaidon puolesta ovat alkujaankin lyöneet vetoa. SPAC:iin erikoisuuksiin kuuluu, että ne saavat laillisesti tehdä projektioita tulevaisuuden taloustilanteesta ilman, että ne joutuvat vastuuseen, jos projektion kuvaus ei realisoidukaan. Projektioita ei saa kuitenkaan tiedostetusti vääristää. (Klausner et al. (2021) Sponsorit voivat hyödyntää projektioita SPAC:iin markkinoinnissa, jolloin sijoittajat kokevat tuntevansa yhtiötä ja sen potentiaalia paremmin. Projektioita voivat olla kuitenkin tehty sponsorien kannustimien rohkaisemana yläkanttiin, jonka negatiivinen vaikutus ilmenee vasta sulautumisen jälkeisenä aikana, kun toteutuneet tulokset julkaistaan.

Lähiaikojen laaja medianäkyvyys on osoitus siitä, että kannustimet toimivat ajureina myös sponsorien käyttäytymiselle ja valinnoille. Ellei sponsorien status tai kokemus vakuuta sijoittajia riittävästi hyväksymään sopimusta, sponsorit todennäköisesti tukeutuvat markkinoinnin keinoihin. Keskeisenä keinona on varmasti median käyttäminen viestinnän nopeaan ja yksipuoliseen levittämiseen. Lisäksi, kuten luvussa 1.1.2 todettiin, julkisuuden henkilöiden sisällyttäminen osaksi yhtiötä on normalisoitunut, sillä heidän seuraajissaan on runsaasti potentiaalisia myötämielisiä sijoittajia.

Dimitrova (2021) toteaa tutkimuksessaan, että hajautetun komission vuoksi myös merkintäsitoumuksen tarjoavilla investointipankeilla on vahva kannustin varmistaa, että sopimus syntyy. He osallistuvat usein myös sopimusneuvotteluihin neuvonantajina, sillä yli puolet komissiosta on kiinnitetty sulautumisen onnistuneeseen toteutumiseen (Klausner et al. 2021).

3.2 Ennen sulautumista irtaantuvien sijoittajien arbitraasituotot

Listautumisen ja sulautumisen välisen ajan tuotot ovat erinomaisia, kun päinvastaisesti sulautumisen jälkeiset tuotot ovat erittäin huonoja. Merkittävää eroa selittää arvoa tuhoavien sopimuksien läpiviennin lisäksi rakenteeseen luodut kannustimet sijoittajille irtaantua sijoituksesta ennen sulautumista.

Kirjallisuudessa ja ammattilehdissä ilmenee SPAC:iin osalta muutama tapa, joilla sijoittaja voi tehdä voittoa lähes riskittömästi, eli saavuttaa niin sanottuja arbitraasituottoja. Ne syntyvät eri olosuhteissa korkotilin substanssiarvon, lunastusmahdollisuuden ja johdannaiskannustimien yhteisvaikutuksesta. Ensinnäkin on olennaista ymmärtää substanssiarvon (engl. *Net Asset Value, NAV*), eli SPAC-yhtiön tilillä olevan nettopääoman

ja korkotulojen summan, yhteys lunastamismahdollisuuteen, sillä se määrittää pitkälti mikä vaihtoehto on sijoittajalle kannattavin. Oletetaan, että sijoittaja on osallistunut listautumisantiin 10 dollarin kurssilla. Mikäli SPAC-yhtiön markkina-arvo on suurempi, kuin sen substanssiarvo, sijoittaja tekee voittoa myydessään osakkeensa. Markkina-arvo voi kasvaa substanssiarvoa suuremmaksi kysynnän kasvaessa, esimerkiksi jos houkutteleva sulautumis uutinen julkaistaan ja uudet spekulatiiviset sijoittajat haluavat mukaan. Toisaalta, mikäli markkina-arvo on pienempi kuin substanssiarvo tai lähellä sitä, sijoittajan kannattaa ostaa lisää osakkeita ja lunastaa ne yhtiökokouksen yhteydessä. Tällöin sijoittaja saa riskittömänä tuottona listautumishinnan ja markkinahinnan välisen erotuksen sekä pääomalle kertyneen koron. Markkina-arvo voi laskea alle substanssiarvon, esimerkiksi jos institutionaaliset sijoittajat joutuvat likvidoimaan omistuksiaan asiakkaidensa vaatimuksesta tai jos markkinoille tulee liuta uusia SPAC:eja (Aliaj & Kruppa, 2021). Kaupankäynti alle substanssiarvon on kuitenkin harvinaista ja vain hetkellistä: Markkinoiden tehokkuudeksi kutsutun käsitteen mukaan vain nopeimmat sijoittajat ehtivät hyödyntämään syntyneitä arbitraasieroja, sillä kasvava kysyntä palauttaa kurssin joko yli- tai alireagoituneen nopeasti takaisin substanssiarvoon (Knüpfer & Puttonen, 2018 s. 171-173).

Kuten alaluvussa 2.1 todettiin, listautumisannissa omistusosuus myydään paketissa, joka sisältää osakkeen ja warrantin- sekä merkintäoikeuden murto-osan. Nilsson (2018) ja Klausner et al. (2021) nostavat esille muutaman tavan, joilla paketit luovat sijoittajalle kannustimen osallistua antiin. Kuten alaluvussa 2.1.2 todettiin, Gahng et al. (2021) mukaan sijoittajilla on mahdollisuus äänestää sulautumisen puolesta ja silti lunastaa sijoitetun pääomansa takaisin. Tällöin sijoittajan omistukseen jäävät vielä warrantit ja merkintäoikeudet, jotka sijoittaja voi myydä markkinoilla riskittömällä voitolla. Klausner et al. (2021) tutkimuksessa ilmeni, että keskimääräinen tuotto lunastusstrategiaa toteuttaville sijoittajille oli 11,6 %:a, joka siis saavutettiin käytännössä riskittömästi. Tämä luo kieroutuneen kannustimen sijoittajille hyväksyä myös arvoa tuhoavat sopimukset, sillä lunastaessaan sijoittaja saa edellä kuvatulla tavalla arbitraasituottoja myös warranteista ja merkintäoikeuksista. (Nilsson, 2018; Gahng et al. 2021). Klausner et al. (2021) lisäävät vielä, että warrantien ja merkintäoikeuksien kaupankäyntimahdollisuudet parantavat sijoittajan likviditeettiä sekä kompensoivat vaihtoehtoiskustannusta, joka syntyy pääoman sitoutumisesta SPAC-prosessin ajaksi yhtiöön (Klausner et al. 2021). Gahng et al. (2021) tutkimuksessa warranteilla saavutettiin keskimäärin 44,3 % tuotto vuoden mittaisella osta ja pidä-strategialla, kun osakkeilla vastaava tuotto oli -15,6 %.

Yhteenvetona, listautumisannissa sijoittajalle tarjotaan yhdistelmähyötyä: merkittävää tuottomahdollisuutta yhdistettynä rakenteelliseen suojaan tappioita vastaan. Lisäksi Lakicevicin et al. (2013) tutkimuksessa ilmeni, että sijoittajat suosivat SPAC:eja varsinkin markkinoiden ollessa volatiliteettiset ja epävarmat, juuri niiden antaman suojan vuoksi. Valistuneimmat sijoittajat ovat siten omaksuneet strategian, jossa he irtaantuvat sijoituksista ennen sulautumista, eli ennen kuin suoja katoaa. Tämä realisoituu Klausner et al. (2021) tutkimuksen tuloksissa. Heidän otoksessaan lunastumäärä oli yli 50 %:a vuoden 2019 ja 2020 (H1) aikana tehdyissä sopimuksissa, jonka mukaan siis liki puolet yhtiön substanssiarvosta palautettiin sijoittajille. Saman ajanjakson aikana noin neljännes menetti jopa 95 %:a pääomasta lunastuksissa. (Klausner et al. 2021) Tulokset tukevat myös Klausnerin et al. (2021) sekä Cummingin et al. (2014) johtopäätöstä siitä, että todellisuudessa listautumisannissa kerätyllä pääomalla ja yritysjärjestelyyn käytetyllä pääomalla on heikompi yhtäläisyys, kun yleisesti luullaan. Todellisuudessa rahastoyhtiöt omistavat noin 80 %:a vapaana olevasta osakekannasta ja niistä 97 %:a, eli lähes poikkeuksetta jokainen, joko myy tai lunastaa omistuksensa ennen sulautumista (Klausner et al. 2021). Rahastoyhtiöille SPAC:it ovat ihanteellisia, sillä rahastoyhtiöiden mittakaavaetu tuottaa pääomalle riittävät tuotot ja SPAC:in rakenne minimoi riskeille altistumisen (engl. *Hedging*) (Aliaj & Kruppa, 2021).

4. KANNUSTIMIEN VAIKUTUS OMISTUSOSUUDEN DILUUTIOON

Tämän osuuden tarkoituksena on tutkia millä tavoin SPAC:ien rakenteesta syntyneet kannustimet vaikuttavat osakkeenomistajien omistusravon diluutioon. Ensimmäisessä alaluvussa käsitellään diluutiota ilmiönä ja miten se ilmenee SPAC:eissa. Toisessa ja kolmannessa alaluvussa käsitellään SPAC:eihin liittyvän diluution osatekijöitä.

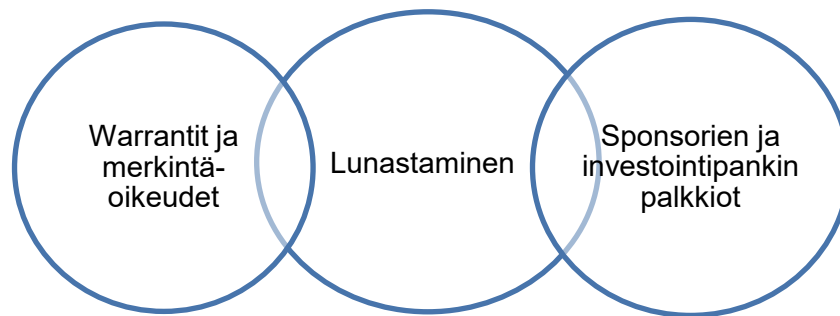
4.1 Diluutio luo piileviä kustannuksia

Ilmiötä, jossa osakkeenomistajan omistusosuus laimenee, kutsutaan diluutioksi. Omistusosuuden diluutiossa arvoa siirtyy nykyisiltä osakkeenomistajilta uusille sijoittajille tavalla, joka on nykyisille osakkeenomistajille epäedullinen. (Root et al. 2014) Diluutio on usein lieveilmiö, joka syntyy, kun yhtiön osakekantaa kasvatetaan. Se voi johtua esimerkiksi tarpeesta kerätä lisärahoitusta yhtiölle, tai osakepohjaisen kannustinjärjestelmän seurauksena. Diluutiota tapahtuu yleensä yhtiön toteuttaessa osakeannin, jossa markkinoille lasketaan uusia osakkeita merkittäväksi. Lisäksi osa rahoitusvälineistä sisältävät dilutoivan vaikutuksen käyttöoikeuden realisoituessa. Tällaisia välineitä ovat monet johdannaiset, kuten optiot ja warrantit, jotka antavat oikeuden omistajalleen toteuttaa ostotransaktio sopimusriippuvaisten ehtojen mukaisesti. (Palmer, 2021)

Nykyiset omistajat voivat torjua omistusosuutensa diluution osakeannin tapauksessa, jos heille myönnetään oikeus merkata uusia osakkeita, kuten merkintäoikeusannissa. Tällöin diluution välttäminen edellyttää sitä, että omistaja merkkää uusia osakkeita nykyisen omistussuhteen mukaisesti, jolloin kokonaisuudessaan omistusosuus pysyy samana. Dilutoivien rahoitusvälineiden aiheuttamaa diluutiota on vaikeampi havaita ja torjua. Root et al. (2014) mukaan yksi keino on yhtiön toteuttama osakkeiden takaisinosto-ohjelma, jossa yhtiö ostaa markkinoilta osakkeitaan takaisin ja mitätöi ne. Tällöin markkinoilla olevien osakkeiden kokonaismäärä pienenee ja vastaavasti dilutoivien rahoitusvälineiden kustannusvaikutus kompensoituu, jonka ansiosta suhteellinen omistusosuus vahvistuu.

SPAC:ien äkillisesti kasvanut suosio on nostattanut kiivasta keskustelua niiden todellisista kustannuksista sekä ammattilaisten, että akateemikkojen keskuudessa. Merkittävimmät piilevät kustannukset muodostuvat Klausnerin et al. (2021) tekemään tutkimuk-

seen perustuen SPAC-rakenteen aiheuttamista kannustimista: sponsorien ja investointipankin palkkiosta sekä warranteista ja merkintäoikeuksista. Vastaavasti toteaa myös RIA Crestwood Advisorin sijoitusjohtaja John Ingram, Graffeon ja Danielin (2021) kirjoittamassa artikkelissa (Graffeo & Daniel, 2021). Yhdistävänä tekijänä on, että osakkeenomistajien lunastamisoikeuden realisoituessa diluutio vahvistuu. Kuvassa 4 on esitetty edellä mainitut diluution osatekijät.



Kuva 4: Diluution osatekijät SPAC:issa (Tiedot Klausner et al. (2021))

Seuraavaksi alaluvuissa 4.2 ja 4.3 esitetään miten kuvassa 4 esitetyt osatekijät aiheuttavat osakekohtaista diluutiota.

4.2 Sponsorien ja investointipankin palkkioiden vaikutus

Kuten luvussa 2 todettiin, sponsorien ja investointipankin merkintäsitoumuksen palkkiot ovat yhteensä noin neljäsosa SPAC-yhtiön listautumisannissa kerätystä pääomasta. Sponsorien ja investointipankin palkkiot ovat jo tällaisenaan valtavat diluution aiheuttajat, mutta niiden suhteelliset osuudet kasvavat entisestään sijoittajien kustannuksella, kun ymmärretään lunastuksista aiheutuvan rahoitusvajeen vaikutus maksuvalmiuteen.

Sponsorin 20 %:n kompensaaion vuoksi vain 80 %:a SPAC-yhtiön osakkeista on julkisen kaupankäynnin kohteena. Diluution vaikutus syntyy yksinkertaistettuna siitä, kun sijoittajat tuovat 100 %:a sulautumiseen tarvittavasta varallisuudesta, mutta saavat vastineeksi vain 80 %:a yhtiön omistuksesta. Sijoitettu pääoma siis jakaantuu myös sponsorien omistamille osakkeille, jolloin yksittäisen sijoittajan omistusosuus yhtiöstä pienee. Sponsorien palkkion aiheuttama diluutio kaupankäynnin kohteena oleville osakkeille on olemassa jo SPAC:in listautumisen aikaan, mutta se realisoituu vasta sponsoriosakkeiden vapauduttua sopimuksellisista rajoituksista. Lisäksi Klausner et al. (2021) laskivat, että sponsorien mediaani omistusosuus sulautuneesta yhtiöstä oli 7,3 %:a. Vaikka sponsorien osakkeet ovatkin sopimuksellisesti lukittuja tietyn ajan sulautumisen

jälkeen, ovat ne kuitenkin oikeutettuja osinkoihin (Jenkinson & Sousa, 2011). Täten myös yhtiön tekemästä voitosta 7,3 %:a on pois sijoittajilta ja muilta omistajilta, jos se päätetään jakaa osakkeenomistajille osinkona. Tätä voidaan pitää diluution oheiskustannuksena, sillä sponsorit vievät osan sijoittajien voittojen osuudesta ilman, että toimitavat kohtuullista määrää pääomaa yhtiöön.

Sponsorien palkkion aiheuttamaa diluutiota vahvistavat lunastukset. Kuten alaluvuissa 2.1.2 ja 3.2 esitettiin, lunastukset pienentävät SPAC-yhtiön substanssiarvoa, jolloin yhtiöön syntyy rahoitusvaje, jota PIPE-rahoituskerroksella ei todennäköisesti täysin kate-ta. Sponsorien kompensatio on määritetty suhteessa listautumisannissa kerättyihin varoihin. Lunastuksien vuoksi pienentynyt substanssiarvo jakaantuu tällöin kaikille jäljellä oleville osakkeille, mukaan lukien ilmaisille sponsoriosakkeille, jolloin niiden osuus kasvaa suhteessa muihin. Tämä realisoituu esimerkiksi Klausner et al. (2021) tutkimuksessa, jossa sponsorien mediaani omistusosuus ennen sulautumista oli 31,3 %:a, eli lähes kolmasosa koko sulautumiseen käytettävästä pääomasta. Tämä implikoi sitä, että lunastuksien jälkeen jäljelle jäävät sijoittajat maksavat lunastajien osuuden sponsorien palkkiosta omakustanteisesti.

Vastaava ilmiö tapahtuu merkintäsitoumuksen tarjoavan investointipankin palkkiossa. Kuten alaluvussa 2.1.2 todettiin, merkintäsitoumuksen määrä on lukittu 5,5 %:in listautumisannin substanssiarvosta. Tyypillisesti 3,5 %:a palkkiosta maksetaan sulautumisen toteuduttua. Koska merkintäsitoumuksen palkkiota ei suhteuteta lunastuksiin, absoluuttinen kustannus osaketta kohden kasvaa ja jälleen jäljelle jääneet sijoittajat korvaavat lunastajien osuuden palkkiosta. (Klausner et al. 2021) Merkintäsitoumus on ollut kustannus siitä, että listautumisessa saadaan kerättyä sijoittajalta pääomaa, joten lunastuksen toteutuessa merkintäsitoumus on kyseisen sijoittajan osalta turhaan maksettu.

4.3 Warranttien ja merkintäoikeuksien toteuttamisen vaikutus

Kolmas sijoittajan asemaa heikentävä omistusosuuden diluutio syntyy myös warranttien ja merkintäoikeuksien toteuttamisesta. Klausnerin et al. (2021) tutkimuksessa havaittiin, että yhtiöstä riippuen warranteja jaettiin suhteessa osakkeisiin vaihtelevasti 1:1:stä 1:4:än, eli neljäsosaan osakkeesta. Täyttä osaketta vastaava määrä warranteja oikeuttaa sijoittajan toteuttamaan warrantin, jolloin toteuttamiskustannuksella yhtiöstä emittoituu uusi osake sijoittajalle. (Klausner et al. 2021) Tällöin osakkeiden kokonaislukumäärä kasvaa, jonka vuoksi yksittäisen osakkeen osuus pienenee. Vastaava logiikka on myös merkintäoikeuksien aiheuttaman diluution taustalla: Yleensä merkintäoikeuden suhde on 1:10, eli huomattavasti pienempi kuin warranteissa, mutta sijoittaja saa

emittoitua osakkeen ilmaiseksi (Nilsson, 2018). Gahng et al. (2021) huomauttavat lisäksi, että diluutiota vahvistaa merkittävästi se, että lunastajien omistukseen jäävät warrantit ja merkintäoikeudet ovat yhtä toteuttamiskelpoisia kuin lunastamattomien sijoittajien. Chatterjee et al. (2016) esittävät mielenkiintoisen vastakkaisen näkemyksen: He näkevät warrantit tasapainoa luovana ominaisuutena, sillä ne aiheuttavat diluutiota myös sponsorin kompensatioon. Tällöin sponsorilla olisi suurempi motivaatio löytää laadukas ja sijoittajien näkökulmasta matalariskinen kohdeyhtiö. Klausner et al. (2021) kuitenkin osoittavat Chatterjeen et al. (2016) argumentit epäpäteviksi, sillä sponsorit tyytyvät hyvin myös arvoa tuhoavan sopimuksen pienempään, mutta silti merkittävään taloudelliseen kompensatioon.

Koska warrantteja ja merkintäoikeuksia jaetaan varsin avokätisesti listautumisen kustannuksiksi, dilutiivinen vaikutus on suuri: Klausner et al. (2021) laskivat, että warrantit ja merkintäoikeudet, joita on keskimäärin 20 milj. dollarin arvosta, aiheuttivat keskimäärin 14 %:n kustannuksen suhteessa listautumisannin substanssiarvoon, mediaanin ollessa 7 %:a. Sulautumisen jälkeen vastaavat luvut olivat 4 %:a ja 3%:a (Klausner et al. 2021). Taulukossa 3 on esitetty tiivistetysti Klausnerin et al. (2021) tutkimustulokset diluution osatekijöiden aiheuttamista kustannuksista

Taulukko 3: Diluution piilevät kustannukset (mukailien Klausner et al. 2021)

Kustannuksen suuruus (%:a SPAC:in substanssiarvosta)	Mediaani	Keskiarvo
Sponsorien kompensatio	31 %	9 %
Palkkio merkintäsitoumuksesta (ja muut juoksevat kustannukset)	10 %	14 %
Warrantit ja merkintäoikeudet	7 %	14 %
Kokonaisvaikutus	43 %	58 %

Klausnerin et al. (2021) tutkimuksessa kävi ilmi, että diluution aiheuttamien kustannuksien vuoksi SPAC:it toimittavat sulautumisessa kohdeyhtiöllä 10 dollarin sijasta vain 5,7 dollaria osaketta kohden. Klausner et al. (2021) myös osoittavat, että diluution aiheuttaman 4,3 dollarin osakekohtaisen kustannuksen kantavat SPAC-yhtiön osakkeenomistajat, eli sijoittajat, jotka eivät lunastaneet osakkeitaan. Päätelmäosiossa pohditaan, miksi osakkeenomistajat hyväksyvät sopimukset, jos he joutuvat kantamaan diluution kustannukset. Lisäksi tiivistetään tulokset sekä ehdotetaan epäsuotuisuuksia korvaavia muutoksia rakenteeseen.

5. PÄÄTELMÄT

Tässä luvussa luodaan lyhyt yhteenveto tutkimustuloksista, joiden pohjalta luodaan johtopäätöksiä alaluvuissa 5.1, 5.2 ja 5.3. Lopuksi esitetään jatkotutkimusaiheita, jotta sijoittajien epärationaalista toiminnasta saataisiin lisäymmärrystä.

Kirjallisuuskatsauksessa syntyi näkemykseni mukaan median narratiiville vastainen käsitys. Todellisuudessa SPAC:it ovat kaukana ihannekuvista, joita median tuottama sisältö on täynnä. Ensimmäinen tutkimuskysymys käsitteli sitä, miten SPAC-yhtiön rakenne aiheuttaa kieroutuneita kannustimia. Kirjallisuudessa esiintyvät systemaattisesti sekä sponsorien runsas kompensatio että listautumisannin yhteydessä sijoittajalle tarjottavat johdannaisarvopaperit. Molemmat kannustimet ohjasivat sidosryhmiä toimiin, jotka vaikuttivat sulautumissopimuksen hyväksymiseen sopimuksen laadukkuudesta piittaamatta. Toisella tutkimuskysymyksellä haluttiin selvittää, miten kannustimet aiheuttavat diluutiota sijoittajien omistusosuuteen. Varsinkin Klausnerin et al. (2021) laajassa tutkimuksessa havaittiin, että sponsorien ja investointipankin suurten palkkioiden vaikutukset kasvoivat osakkeiden lunastuksien myötä, jolloin osakekohtainen kustannus kasvoi huomattavasti. Lisäksi listautumisessa tarjottujen warrantien ja merkintäsitoumuksien myötä sekä lunastuksien määrä että uusien osakkeiden emittoitunut määrä kasvoivat. Syntyneen diluution seurauksena listautumisannissa sijoitettu 10 dollaria osaketta kohden oli vähentynyt keskimäärin 5,7:än dollariin. Kustannuksia oli muodostunut tällöin osakekohtaisesti 4,3:n dollarin edestä. (Klausner et al. 2021)

5.1 Diluution kustannukset ilmenevät negatiivisesti pörssi-kursseissa

Klausner et al. (2021) tunnistivat, että valtaosalla sulautuneista yhtiöistä osakekurssi laski sulautumisen jälkeen ja että tällä oli selvä korrelaatio diluution sekä rahoitusvajeen suuruuteen. Klausner et al. (2021) tutkimuksessa havaittiin, että vuosina 2019–2020 SPAC:ien kanssa sulautuneiden yhtiöiden osakekurssit ovat systemaattisesti ja merkittävästi alisuoriutuneet verrattuna yleisiin indekseihin. Marraskuuhun 2021 mennessä IPO-indeksi oli tuottanut suhteellisesti 100,4 %:a paremmin, Nasdaq-indeksi 64,1 %:a ja Russel 2000-indeksi 38 %:a paremmin. Taulukossa 4 on esitetty tutkimuksista koottu synteesi keskimääräisistä tuotoista.

Taulukko 4: Keskimääräinen tuotto sulautumista edeltävänä ja jälkeisenä aikana

Keskiarvotuotto	1) Ennen sulautumista	2) Vuosi sulautumisen jälkeen	Otoskoko	Tutkimusaika
Klausner et al. (2021)	11,60 %	19,10 %	47	2019–2020
Gahng et al. (2021)	19,10 %	-35,00 %	46	2018
Dimitrova (2017)	1,50 %	-41,00 %	71	2004–2010
Jenkinson & Sousa (2011)	13,20 %	-55 %	37	2003–2006
Lakicevic & Vulcanovic (2011)	9,60 %	-28,70 %	1) 16; 2) 66	2003–2009

Taulukosta 4 on tärkeää huomioida, että Klausner et al. (2021) tulokset ovat muodostuneet yhden historian suurimpien nousumarkkinoiden aikana, joten vaikka 19,1 % tuotto kuulostaa houkuttelevalta, on se todellisuudessa surkea verrattuna kokonaismarkkinoihin. Kokonaisuudessaan muiden tutkimusten tulokset ovat kuitenkin linjassa Klausnerin et al. (2021) tutkimustulosten kanssa, eli SPAC:it systemaattisesti alisuoriutuvat verrattuna pörssin indekseihin. Taulukosta 4 huomataan myös, että markkinat reagoivat negatiivisesti arvoa tuhoaviin sopimuksiin vasta sulautumisen jälkeen. Tähän ilmiöön palataan alaluvussa 5.2.

Taulukon 4 tuloksia puoltavat Gahngin et al. (2021), Klausnerin et al. (2021) sekä Jenkinsonin ja Sousan (2011) tekemä huomio siitä, että osakekurssin osalta heikosti suoriutuneilla yhtiöillä oli taipumus jakaa enemmän warrantteja, kuin hyvin suoriutuvilla. Johtopäätöksenä huonolaatuiset SPAC:it ovat todennäköisesti yrittäneet houkutella sijoittajia suuremmilla warranttimäärillä. Lisäksi Dimitrova (2016) esittää tutkimuksessaan, että heikosti suoriutuvien yhtiöiden kohdalla sulautumissopimus on systemaattisesti muodostunut lähempänä SPAC:in likvidoitumisaikarajaa. Tällöin sponsoreilla tulee kiire varmistaa kompensatio, joka kasvattaa kannustinta ja rohkaisee painostamaan sopimuksen syntymistä kohdeyhtiön sopivuudesta ja laadusta huolimatta.

5.2 Miksi sulautumissopimukset hyväksytään

Kuten tuloksissa esitettiin, SPAC-osakkeiden omistamiselle sulautumisen yli ei loppujen lopuksi ole merkittävää kannustinta. Ainoa motivaatio säilyä omistajana sulautumisen aikana perustuu käsitykseen, että sulautumisen luoma arvo on suurempaa kuin diluution aiheuttamat kustannukset. Kuten tulososiossa esitettiin, Klausnerin et al.

(2021) tutkimuksen mukaan sulautumisessa toimitettiin keskimäärin vain 5,7 dollaria osaketta kohden. Täten, jotta sulautuminen olisi sijoittajalle kannattavaa, tulisi sen luoda lisäarvoa 4,3 dollarin edestä. Lisäarvo voi muodostua esimerkiksi listautumisesta, sponsorien tai PIPE-sijoittajien arvokkaasta ammattitaidosta tai rahoituksen käyttökohteen arvonluonnista (Jenkinson & Sousa, 2011; Klausner et al. 2021). Sulautumisen luoman arvon suuruuden arvioiminen on kuitenkin vaikeaa. Kannustinrakenteen kieroutuminen sekä sponsorien että sijoittajien osalta aiheuttavat haastavan eturistiriidan, jonka vuoksi SPAC:ien heikko läpinäkyvyys huononee entisestään. Perinteisesti sijoittajat voivat validoida omaa näkemystään tukeutumalla institutionaalisten- ja maineikkaiden sijoittajien vastaanottamaan informaatioetuuun. SPAC:eissa kyseisten tahojen motiivit ovat kuitenkin epäselvät ja tuottomahdollisuudet rajattu heille osoitettuihin tarjouksiin, joten sijoittajan tulee olla erityisen tarkkana, mikäli haluaa seurata maineikkaiden toimijoiden päätöksiä (Jenkinson & Sousa, 2011). Lisäksi diluution aiheuttamat todelliset kustannukset realisoituvat vasta sulautumisen jälkeen, joten sijoittaja ei kykene arvioimaan diluution suuruutta etukäteen. Sijoittajan on täten mahdotonta arvioida, luoko sulautuminen riittävästi arvoa kattamaan potentiaaliset diluution aiheuttamat kustannukset. Taulukossa 4 esitettyjen sulautumisten jälkeisten heikkojen tuottojen perusteella suurin osa yhtiöistä ei ole kyennyt yltämään sijoittajien odotuksiin, mikä on realisoitunut kurssien heikkenemisenä ja tappioina sijoittajille.

Lakicevic et al. (2014) varoittavat, että kohdeyhtiön osakkeenomistajat voivat pelätä diluutiota ja sen vuoksi välttää SPAC-yhtiön avulla listautumista. Klausner et al. (2021) osoittavat kuitenkin, ettei kyseinen pelko ole relevantti, sillä heidän mukaansa kohdeyhtiöt ymmärtävät tilanteen ja neuvottelevat sopimukset siten, että sulautumissuhde on kohdeyhtiön omistajille suotuisa. Tällöin ne SPAC-sijoittajat, jotka eivät irtaannu omistuksesta ennen sulautumista, kantavat diluution kustannukset ja täten tukevat taloudellisesti kohdeyhtiötä (Klausner et al. 2021). Loppujen lopuksi ei ole yksiselitteistä vastausta, miksi sijoittajat suostuvat tukemaan kohdeyhtiöitä omien tuottojensa kustannuksella.

5.3 Kannustinrakenteen täytyy muuttua

Perinteinen investointipankkilähtöinen listautumisprosessi on nykyajan rahoitusmarkkinoiden tarpeisiin nähden varsin tehoton, hidas ja kallis. SPAC:it ovat muodostuneet täyttämään tyhjiötä pääomasijoittamisen ja julkisen kaupankäynnin välillä, mutta näemykseni mukaan ne epäonnistuvat siinä haitallisten rakenteidensa vuoksi. Kuten tulokset osoittavat, nykyisessä muodossaan SPAC:it eivät ole kestävä ratkaisu, eivätkä sijoittajat tule kantamaan kustannuksia lopullisesti. Markkinoiden täytyy löytää sellainen

ratkaisu, jossa SPAC:in hyödyt saadaan valjastettua ilman diluution aiheuttamia ylimääräisiä piileviä kustannuksia ja muita sijoittajiin kohdistuvia epäsuotuisuuksia, kuten heikkoa läpinäkyvyyttä. Myös Klausner et al (2021) painottavat, että SPAC:ien tulee muuttua oikeudenmukaisemmiksi. Dimitrovan (2016) kuvaus siitä, että SPAC:it ovat kuin yksityissijoittajan pääomasijoitustoimintaa pitää teoriassa paikkaansa, mutta Klausner et al. (2021) kumoavat sen käytännössä. Kuten luvussa 3 esitettiin, sopimusten läpinäkyväisyys ja IPO-vaiheen sijoittajille luodut kannustimet ovat saaneet sijoittajat nopeiden ja varmojen voittojen toivossa suhtautumaan yhtiöön lyhyen aikavälin sijoituksena, eikä pääomasijoittamisen tapaan pitkällä ja kärsivällisesti arvoa kasvattavalla tavalla. Tätä ilmiötä kiihdyttävät myös Cummingin et al. (2014.) esille nostamat institutionaaliset sijoittajat, jotka omistavat suurimman osan SPAC-yhtiön osakkeista ja hyödyntävät rakenteiden tuomaa etua.

SPAC:ien epäsuotuisuudet liittyvät Yhdysvalloissa yleisesti hyväksytyihin rakenteisiin. Esimerkiksi Kimin et al. (2018) Korean markkinoilla tekemässään tutkimuksessa ei havaittu eroja suorituskyvyssä sulautuneiden yhtiöiden ja normaalin IPO-prosessin läpikäyneiden yhtiöiden välillä. Ero Yhdysvaltoihin todennäköisesti johtuu Yhdysvalloissa yleisesti hyväksytystä SPAC:in rakenteesta, jonka on muututtava. Gahngin et al. (2021) mielestä muutos on jo tapahtumassa, sillä SPAC:it ovat jo kehittymässä negatiivisen sijoittajasentimentin vuoksi kohti kestävämpää muotoa, jossa epätasainen kannustinjärjestelmä tasapainottuu. SEC painostaa tähän omilla regulatiivisilla toimillaan, mutta muutokseen tarvitaan myös markkinoiden painetta. Diluutiota voidaan pienentää vähentämällä listautumisessa luovutettavien warrantien määrää (Lakicevic et al. 2014). Tällöin kannustin hyväksyä arvoa tuhoava sopimus katoaa, eikä tuottojen tavoittelu pelkillä warranteilla ole enää vaihtoehtokustannuksen näkökulmasta mielekäästä. Lunnastuksien vähenemisen myötä diluution kustannukset pienenevät sekä sponsoripalkkion että merkintäsitoumuksen osalta. Warrantien väheneminen myös pienentää diluution suuruutta, sillä uusia osakkeita emittoituu vähemmän. (Gahng et al. 2021) SEC:n toimia tarvitaan muun muassa sponsorien toiminnan rajoittamisessa, jotta sulautumissopimuksen hyväksymiseen johdattelva manipulointi ei onnistuisi.

Jatkotutkimusta tarvitaan SPAC-sijoittajien sulautumisen aikaisen epärationaalisen toiminnan ymmärtämiseksi sekä muutostarpeiden tarkemmaksi selvittämiseksi. Vuonna 2021 SPAC:ien äkillisesti kasvaneen suosion myötä jatkotutkimustarpeet kohdistuvat nykytilanteen selkiyttämiseen sekä sidosryhmien käyttäytymiseen, jotta rakenteet voidaan sovittaa kannustimia tasapainottavalla tavalla.

LÄHTEET

- Aliaj, O. & Kruppa, M. 2021. How hedge funds are fuelling the Spac boom. Financial Times. Saatavilla: <https://www.ft.com/content/812b243b-4831-4c65-92b2-f72bfdc6eff6> (Luettu 15.11.2021)
- Bernstein, W. & Arnott, R.D. 2003. Earnings growth: The two percent dilution. Financial Analysts Journal. Vol. 59. No. 5. pp. 47-55.
- Blomkvist, M. & Vulanovic, M. 2020. SPAC IPO Waves. Economics Letters. Vol. 197.
- Bonaparte, Y. 2021. FOMO Index: A Cross Sectional and Time Series Analyses. SSRN Electronic Journal.
- Boyer, C. & Baigent, G. 2008. SPACs as Alternative Investments. Journal of Private Equity. Vol. 11 No. 3. pp. 8-15.
- Burnett, G. 2021. ANALYSIS: 400+ Trading U.S. SPACs Still Seeking Merger Targets. Bloomberg Law. Saatavilla: <https://news.bloomberglaw.com/bloomberg-law-analysis/analysis-400-trading-u-s-spacs-still-seeking-merger-targets> (Luettu 16.11.2021)
- Chatterjee, S. Chidambaran, N.K & Goswami, G. 2016. Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs. Journal of International Money and Finance. Vol. 69. pp. 151-178.
- ClearThink Capital. 2021. The Ultimate Guide to SPAC Sponsorship. SPAC GUIDE. Saatavilla: <https://spac.guide/spacsponsorship/> (Luettu 13.11.2021)
- Çolak, G. & Günay, H. 2010. Strategic waiting in the IPO markets. Journal of Corporate Finance. Vol. 17. No. 3. pp. 555–583.
- Cumming, D., Haß, L.H. & Schweizer, D., 2014. The fast track IPO — success factors for taking firms public with SPACs. Journal of Banking & Finance. Vol. 47. pp. 198–213.
- Dimitrova, L. 2016. Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds”. Journal of Accounting and Economics. Vol. 63. No. 1. pp. 99–120.
- Feldman, D.N. 2018. Regulation a+ and Other Alternatives to a Traditional IPO : Financing Your Growth Business Following the JOBS Act. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Google Trends, 2021. “SPAC”. Saatavilla: <https://trends.google.com/trends/explore?date=today%205-y&geo=US&q=SPAC> (Luettu 16.9.2021)
- Gahng, M. Ritter, J.R. & Zhang, D. 2021. SPACs. SSRN Electronic Journal.
- Graffoe, E. & Daniel, W. 2021. The SPAC market is booming, but there are plenty of bad buys. Here’s what 8 experts say investors should be looking for in their next SPAC investment. Markets Insider. Business Insider. Saatavilla: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/spac-investing-strategies-risks-expert-advice-commentary-analysis-2021-3> (Luettu 23.10.2021)
- Idzelis, C. 2021. Why the ‘Gold Rush’ for SPACs Worries Some Private Equity Managers. Institutional Investor. Saatavilla: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1qpzll11nmvy0/Why-the-Gold-Rush-for-SPACs-Worries-Some-Private-Equity-Managers> (Luettu 23.10.2021)

- Jameson, M. King, T.H. & Prevost, A. 2020. Top management incentives and financial flexibility: The case of make-whole call provisions. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 48. No. 1-2. pp. 374-404.
- Jenkinson, T. & Sousa, M. 2011. Why SPAC investors should listen to the market. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 21. No. 2.
- Jones, A. Bellin, M. & Watson, E. 2021. How special purpose acquisition companies (SPACs) work. PricewaterhouseCoopers. PwC. Saatavilla: <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/spac-merger.html> (Luettu 14.9.2021)
- Kim, H. Ko, J. Jun, C & Song, K. 2020. Going public through mergers with special purpose acquisition companies. *International Review of Finance*. Vol. 21. No. 3. pp. 752-768.
- Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2018. Moderni rahoitus. *Alma Talent*. 10. painos. pp. 171–173. ISBN 978-952-14-3434-1.
- Kolb, J. & Tykvová, T. 2016. Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 40. pp. 80–96.
- Klausner, M.D. Ohlrogge, M. & Ruan, E. 2021. A Sober Look at SPACs. *Yale Journal on Regulation*, Forthcoming, *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 559*, *NYU Law and Economics Research Paper No. 20-48*, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 746/2021*.
- Lakicevic, M. & Vulcanovic, M. 2011. A Story on SPACs. *Managerial Finance*. Vol. 39. No. 4.
- Lakicevic, M. Shachmurove, Y. & Vulcanovic, M. 2013. Institutional changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). *North American Journal of Economics and Finance*. Vol. 28. pp. 149-169.
- Lifeline SPAC 1. 2011. Tietoa listautumisannista. Saatavilla: <https://www.lifeline-spac1.com/fi/listautuminen/> (Luettu 13.10.2021)
- Nasdaq, 2021. Virala Acquisition Company ja Purmo Group sulautuvat muodostaakseen maailmanlaajuisia johtajuutta tavoittelevan, julkisesti listatun, kestäviä sisäilmaratkaisuja tarjoavan yhtiön. Nasdaq Yhtiötiedotteet. Saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b748595b49b45e34668be8137bfb7d32f&lang=fi> (luettu 12.9.2021)
- Nilsson, G.O. 2018. Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies. *European Business Organization Law Review*. Vol. 19. pp. 253-274.
- Palmer, B. 2021. What Is Stock Dilution. Investopedia. Saatavilla: <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/dilutivestock.asp> (Luettu 29.11.2021)
- Phillips, M. 2021. Recast as 'Stimmies,' Federal Relief Checks Drive a Stock Buying Spree. *New York Times*. Saatavilla: <https://www.proquest.com/docview/2503229525?accountid=14242&pq-origsite=primo> (Luettu 14.11.2021)
- Pisani. 2019. Sell in May and go away? Maybe not this year. *CNBC*. Saatavilla: <https://www.cnbc.com/2019/04/30/sell-in-may-and-go-away-maybe-not-this-year.html> (Luettu 14.11.2021)
- Ramkumar, A. 2021. The Celebrities From Serena Williams to A-Rod Fueling the SPAC Boom. *The Wall Street Journal*. Saatavilla: <https://www.wsj.com/articles/the-celebrities-from-serena-williams-to-a-rod-fueling-the-spac-boom-11615973578> (Luettu 14.11.2021)

Root, T. Rozycki, J. & Suh, I. 2014. Share Repurchases and Long-term Dilution: Firm Characteristics and Industry Differences. Quarterly Journal of Finance and Accounting. Vol. 52. No. ¾. pp. 1-51.

Rossi, S.A. 2021. The growing popularity of the special purpose acquisition company (SPAC). Rochester Business Journal. Vol. 36. No. 51. pp. 13, 16.

Salzman, A. 2021. Gary Gensler Says SEC Is Focusing on SPACs and Retail Trading Apps. Barrons. Dow Jones Institutional News. New York. Saatavilla: <https://www.proquest.com/docview/2544368890?accountid=14242&pq-origsite=primo> (Luettu 14.11.2021)

Schachter, B. 2021. SPACs, an IPO Alternative, Explained. Morgan Stanley Global Capital Markets. Saatavilla: <https://www.morganstanley.com/ideas/spacs-IPO-alternative> (Luettu 30.11.2021)

Schulman, J. 2021. Virala Acquisition Company (VAC) sijoituskohteena. Inderes. Saatavilla: <https://www.inderes.fi/fi/videot/virala-acquisition-company-vac-sijoituskohteena> (Katsottu 12.9.2021)

SEC. 2021. Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert. Investor Alerts and Bulletins. United States Securities and Exchange Commission. Saatavilla: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/celebrity-involvement-spacs-investor-alert> (Luettu: 14.11.2021)

SPACInsider. 2021. SPAC Statistics. Saatavilla: <https://spacinsider.com/stats/> (Luettu 14.11.2021)

Stock Analysis. 2021. All 2021 IPOs. Saatavilla: <https://stockanalysis.com/ipos/2021/> (Luettu 14.11.2021)

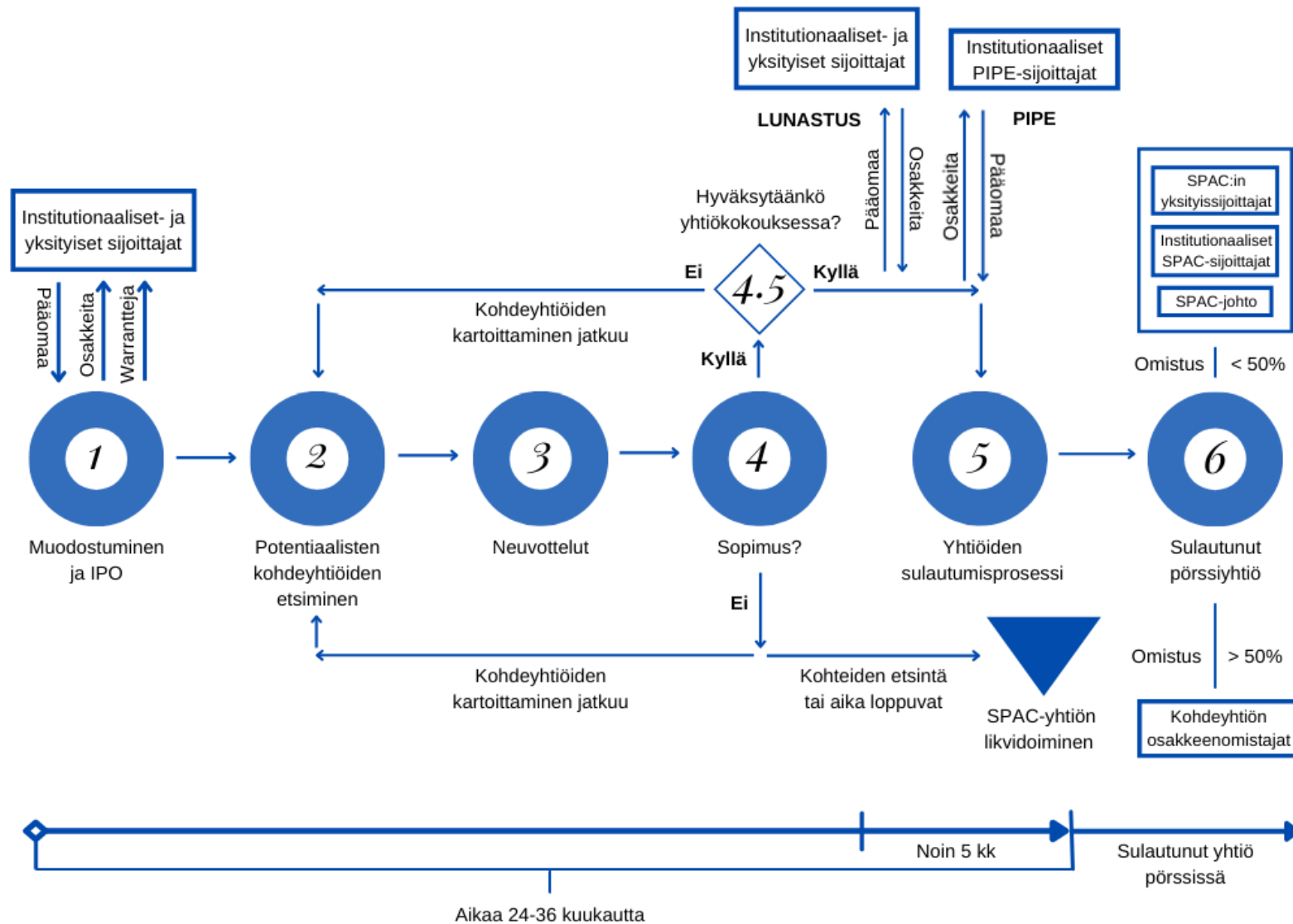
U.S. Securities and Exchange Commission - SEC. 2021. What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin. Investor Alerts and Bulletins. Saatavilla: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin> (Luettu 14.11.2021)

Winck, B. 2021. How Reddit day traders are using the platform to upend the stock market and make money in the process. Business Insider. Saatavilla: <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/reddit-day-traders-wallstreetbets-gamestop-gme-rally-upending-stock-market-2021-1> (Luettu 14.11.2021)

LIITE A: TAULUKKO 1 – TUTKIMUSLÄHTEET

Tutkija(t)	Tutkimussegmentti	Julkaisukanava	Jufo-taso
Boyer & Baigent (2008)	SPAC:in rakenne sekä osakekurssiin vaikuttavat tekijät.	Journal of Private Equity	1
Jenkinson & Sousa (2011)	SPAC:in arvonluontikyky ja sponsorien kannustinrakenne.	Journal of Applied Corporate Finance	1
Lakicevic & Vulcanovic (2011)	SPAC:in tunnuspiirteet, johdon sekä sijoittajien kannustimet sekä osakekurssiin vaikuttavat tekijät.	Managerial Finance	1
Lakicevic et al. (2013)	Hyväksytyyn sulautumissopimukseen vaikuttavat tekijät.	North American Journal of Economics and Finance	1
Cumming et al. (2014)	Hyväksytyyn sulautumissopimukseen vaikuttavat tekijät.	Journal of Banking & Finance	2
Chatterjee et al. (2016)	SPAC:in uniikit ominaisuudet sekä sponsorikompensaation ja warranttien vahvuudet.	Journal of International Money and Finance	1
Dimitrova (2016)	Sponsorien vääristyneet kannustimet ja niiden vaikutus osakekurssiin.	Journal of Accounting and Economics	3
Kolb & Tykvová (2016)	SPAC:in avulla listautumisen vertaaminen normaaliin listautumiseen.	Journal of Corporate Finance	2
Nilsson (2018)	Kannustinrakenteet sponsorin ja sijoittajan näkökulmasta sekä diluution aiheuttamat ongelmat.	European Business Organization Law Review	1
Blomkvist & Vulcanovic (2020)	Markkinaolosuhteet, joissa SPAC:in suosio kasvaa ja heikkenee.	Economics Letters	1
Gahng et al. (2021)	SPAC:in kustannusrakenne ja sidosryhmien taloudelliset roolit. Diluution nostamat piilevät kustannukset.	SSRN Electronic Journal	
Klausner et al. (2021)	SPAC-rakenteen piilevät kustannukset ja niiden kohdistuminen. Sidosryhmien kannustimet sekä niistä aiheutuva omistusosuuden diluutio.	Yale Journal on Regulation	1

LIITE B: KUVA 3 – SPAC-YHTIÖN ELINKAARI



Kuva 3. SPAC-yhtiön elinkaari (mukailten Jones et al. 2021; Klausner et al. 2021)