



Långsiktig prestation för SPAC-företag i USA

Gustaf Antman
S155160

Institutionen för finansiell ekonomi och nationalekonomi

Svenska handelshögskolan

Helsingfors

2021

SVENSKA HANDELSHÖGSKOLAN

Institution: Finansiell ekonomi och nationalekonomi	Arbetets art: Magisteravhandling
Författare: Gustaf Antman	Datum: 29.7.2021
Avhandlingens rubrik: Långsiktig prestation för SPAC-företag i USA	
<p>Sammandrag:</p> <p>Syftet med denna avhandling var att undersöka och jämföra den långsiktiga prestationen för SPAC-företag (<i>eng. special purpose acquisition companies</i>) och traditionella börsnoteringar i USA före och efter JOBS Act-reformen som lagstodgades av Obama administrationen i april 2012. Undersökningsperioden sträcker sig mellan år 2003 till 2015 och den slutgiltiga sampelstorleken uppgick till 81 SPAC-transaktioner innan JOBS Act-reformen och 63 efter reformen.</p> <p>Avhandlingens empiriska del baserar sig på två kvantitativa undersökningsmetoder. Dessa är händelsestudieanalyser och kalendertidsregressioner. Respektive metod granskar både medellång- och långsiktiga onormala avkastningarna. I linje med Kolb & Tykvová (2016) har lång sikt definierats som fem år efter att SPAC-bolagets förvärv ägt rum.</p> <p>De erhållna resultaten bör tolkas med försiktighet då datastorleken för SPAC-transaktioner är relativt litet och förklaringsgraderna tämligen låga. I linje med resultaten från Kolb & Tykvová (2016) verkar det som att företag av lägre kvalité genomför börslistningar via SPAC-transaktioner. Graden av underprestation förstärks på sikt. Resultaten är även konsistenta oberoende av metodval.</p>	
<p>Nyckelord: SPAC-företag, traditionella börsnoteringar, JOBS Act-reformen, BHAR, onormal avkastning, USA, händelsestudieanalys, kalendertidsregression</p>	

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	Introduktion.....	1
1.1	Problemområde	2
1.2	Syfte	2
1.3	Kontribution.....	2
1.4	Avgränsningar	3
1.5	Disposition	3
2	SPAC-företag.....	5
2.1	SPAC-investeringar.....	5
2.2	SPAC-företagens livscykel	7
2.3	Incitamentstrukturen i SPAC-företag.....	11
2.4	Hur skiljer sig börslistningar med SPAC-struktur från traditionella börslistningsprocesser?	11
2.5	Fördelar med börslistning genom SPAC-företag	12
2.6	Nackdelar med börslistning genom SPAC-företag.....	14
2.7	Reglering av SPAC-företag	16
3	Börsnoteringar.....	19
3.1	Orsaker till genomförelse av SPAC-börsnoteringar	19
3.2	Förberedelser inför börsnoteringen	21
3.3	Prospekt.....	21
3.4	Marknadsföring.....	22
3.5	Prissättning	22
3.6	Inlåsningsperiod.....	22
3.7	Företagsbesiktning.....	22
3.8	PIPE-finansiering	23
3.9	SPAC-vågor.....	23
3.10	Alternativa vägar till börsen	24
4	Tidigare forskning	26
4.1	Kolb & Tykvová (2016): Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes	26
4.2	Dimitrova (2017): Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds”	29
4.3	Dutta & Jog (2009): The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly	32
4.4	Övrig tidigare forskning som är närliggande till ämnesområdet.....	34
4.5	Sammanfattning av tidigare forskningar	35

5	Data.....	36
5.1	Datainsamling	36
5.2	Deskriptiv statistik.....	37
6	Metod	40
6.1	Händelsestudieanalys	40
6.2	Kalendertidsanalys.....	42
6.3	Hypoteser.....	43
7	Resultat.....	46
7.1	Resultaten för händelsestudieanalyserna	46
7.2	Resultaten för kalendertidsregressionerna	50
7.3	Resultaten för hedgade portföljerna	55
8	Diskussion	59
8.1	Kritik mot forskningen	59
8.2	Förslag på framtida forskning.....	60
8.3	Resultatens tillförlitlighet	60
8.4	Jämförelse med tidigare forskningar	61
9	Sammanfattning	63

BILAGOR

Bilaga 1	Topprangordnade investeringsbankernas marknadsandelar i usa för spac börsnoteringar (2003–2020)	74
Bilaga 2	Topprangordnade investeringsbankernas marknadsandelar enligt transaktionsvolym för SPAC-företag	75

TABELLER

Tabell 1	Jämförelse mellan SPAC-företag och traditionella börsnoteringar	25
Tabell 2	Sammanfattning över relevanta tidigare forskningsartiklar	35
Tabell 3	Köp-och-håll avkastningar innan JOBS Act-reformen	49
Tabell 4	Köp-och-håll avkastningar efter JOBS Act-reformen	49
Tabell 5	Faktorregressioner innan JOBS Act-reformen	53
Tabell 6	Faktorregressioner efter JOBS Act-reformen.....	54
Tabell 7	Faktorregressioner innan JOBS Act-reformen – hedgade portföljer.....	57
Tabell 8	Faktorregressioner efter JOBS Act-reformen – hedgade portföljer	57

FIGURER

Figur 1	Antalet SPAC-börsnoteringar utförda i USA inklusive medelstorleken 2005–2020	6
Figur 2	SPAC-transaktionsvolymens tillväxt 2010–2020.....	7
Figur 3	SPAC-struktur	8
Figur 4	SPAC-livscykeln från börsnoteringsförberedelse till förvärv	10
Figur 5	Antalet SPAC-transaktioner i undersökningsperiodens datasampel.....	38
Figur 6	Antalet traditionella börsnoteringar i undersökningsperiodens datasampel	39
Figur 7	SPAC-transaktioner per industri.....	39

1 INTRODUKTION

Fenomenet kring SPAC-företag (*eng. special purpose acquisition company*) har varit mycket omdiskuterat i media under 2020 och vissa har till och med gått så långt som att kalla 2020 för året då SPAC-företag slog igenom istället för året då koronapandemin präglade omvärlden. Detta eftersom över 200 SPAC-börslistningar samlade ihop cirka 79 miljarder dollar, vilket är mer än sammanlagda transaktionsvärdet på tidigare års SPAC-transaktioner. (Business Times, 2020).

Fenomenet är inte nytt utan SPAC-fenomenet uppkom redan under 1720-talet i Storbritannien under söderhavsbubblan. Under denna tidsperiod definierades SPAC-företag som enheter där bidragsgivaren ger förvaltarna full frihet kring allokeringen av bidragsgivarens inskjutna kapital utan att vara medveten om vad medlen eventuellt används till. (Shachmurove & Vulcanovic, 2018)

Den första transaktionen i modern tid som liknade SPAC-strukturen utfördes av det amerikanska truckbolaget McLean Industries som köpte upp Pan-Atlantic Steamship Company år 1955. I syftet att undvika diverse fusionsregleringar grundades ett skalbolag av en av företagsgrundarna som användes för att fullborda transaktionen. (Passador, 2021)

Det var först 2008 som SPAC-företags värdepapper upptogs för publik handel på NASDAQ och NYSE. Av dessa har NASDAQ utgjort den populärare börsen. Innan 2005 då aktierna upptogs för publik handel på AMEX handlades SPAC-företag på OTC-marknaden. (Martindale-Avvo, 2011)

Då populariteten för SPAC-företag under 2010-talet ökat stort och fenomenet väckt allmänhetens intresse har det numera blivit ett frekvent diskussionsämne på världens stora nyhetstidningar (Financial Times, 2020; New York Times, 2020; Dagens Industri, 2020) och investeringsbanker konkurrerar hårt om att knyta till sig SPAC-företag i strävan efter att generera mera intäkter från både emissioner och företagsförvärv (Bloomberg, 2021).

I och med att populariteten för SPAC-företag har växt snabbt, har även förmögna individer såsom Richard Branson från Virgin Group, William Ackman från hedgefonden Pershing Square Capital och riskkapitalisten Chamath Palihapitiya etablerat sina egna SPAC-företag.

Även finländsk media har observerat fenomenet (bl.a. Arvopaperi, 2021) och då NASDAQ i Stockholm nyligen lade upp ett ramverk kring regelverket torde det enligt Roschier (2021) inte räcka länge innan antingen det första nordiska bolaget köps upp av ett SPAC-bolag alternativt att ett nordiskt SPAC-bolag etableras och börslistas.

Av alla SPAC-målbolag som slutligen förvärvas uppskattar den teknologifokuserade investeringsbanken GP Bullhound (2021) att cirka 40 procent av bolagen har ett TMT-perspektiv (teknologi, media eller telekommunikation).

1.1 Problemområde

Även om SPAC-företag i tidigare forskningar har visats underprestera i förhållande till använt index på lång sikt, har populariteten för fenomenet inte avtagit och under 2020 utgjorde 52 procent av alla börsnoteringar i USA SPAC-börslistningar.

En av de främsta orsakerna till att SPAC-transaktioner just nu är intressanta att undersöka är den stora tillväxten och den turbulenta tidsperiod som råder i världen för tillfället. Ytterligare är det intressant att undersöka fenomenet eftersom det i tidigare forskning kopplats ihop med volatila marknadsförhållanden.

Trots att SPAC-företag i flertalet tidigare studier har underpresterat ännu mer än börsnoteringar har underpresterat i förhållande till valda jämförelseindex så har SPAC-företag inte avtagit under de senaste åren utan tvärtom ökat (Goldman Sachs, 2021). En starkt bidragande faktor till denna ökning var Obama administrationens JOBS Act-reform (*eng. Jumpstart Our Business Startups Act*) som instiftades 2012 (Obama White House Archives, 2012; Harvard Business Law Review, 2012).

Till följd av JOBS Act-reformen antas allt fler bolag av mindre storlek och lägre kvalitet bidra till en allt högre underprestation för SPAC-företag i USA.

1.2 Syfte

Avhandlingens syfte är att undersöka och jämföra den långsiktiga prestationen för SPAC-företag och traditionella börsnoteringar i USA före och efter JOBS Act-reformen.

1.3 Kontribution

Avhandlingen bidrar till tidigare forskning genom att analysera fenomenet kring SPAC-företag under en längre tidsperiod med ett större antal observationer och ytterligare genomförs en mer detaljerad analys av det erhållna slutliga samplet.

Forskningen kring ämnesområdet SPAC-företag är fortfarande relativt litet och de tidigare studierna är utförda under tidpunkter då fenomenet fortfarande var relativt nytt och de tillgängliga sampelstorlekarna små. Denna avhandling hanterar och analyserar det största antalet SPAC-transaktioner hittills vilket kommer att leda till robustare resultat och slutsatser än tidigare forskningar speciellt med åtanke att Kolb & Tykvová (2016) forskningen inte tog i beaktning långsiktiga prestationen för SPAC-företag efter JOBS Act-reformens instiftande.

Ytterligare är klart färre studier gjorda efter att JOBS Act-reformen implementerades av Obama administrationen 2012, vilket betyder att denna avhandling bidrar till nya insikter om SPAC-transaktionernas prestation under senaste decenniet och efter JOBS Act-reformen.

1.4 Avgränsningar

Studien avser undersöka börsnoteringar utförda av SPAC-företag i USA och förvärvda eller fusionerade företag från hela världen under tidsperioden 1.1.2004–31.12.2019. Orsaken till att den studerade tidsperioden börjar 2004 är att det första moderna SPAC-förvärvet inträffade under det året och orsaken till att tidsperioden slutar i december 2019 är för att maximera sampelstorleken. Eftersom tidsperioden slutar 2019 är det möjligt att inkludera SPAC-företagsförvärv som fusionerats och börslistats och att granska 12 månaders prestationen.

SPAC-företag vars strävan efter att hitta bolag att förvärva och har misslyckats och därmed föranlett till likvidering exkluderas eftersom denna avhandling fokuserar på prestationen för det fusionerade SPAC-bolaget då det börslistats.

Orsaken till att avhandlingen fokuserar på den amerikanska marknaden utgör att klart fler SPAC-företag har genomförts i USA, dessutom underlättas insamlingen av data eftersom SPAC-företagens fusionsdokument är tillgängliga från amerikanska finansinspektionens hemsida (*Eng. Securities and Exchange Commission*) vilket underlättar fastställandet av transaktionsdatumet.

1.5 Disposition

Avhandlingen struktureras enligt följande. Teorikapitlen utgörs av kapitel två till fyra och redogör för ämnesrådets mest relevanta teoretiska referensram och bakgrund. I teoridelen ingår en extensiv genomgång kring SPAC-företag och dess livscykel och

orsaker till att börsnoteringar och förvärv genomförs. I påföljande kapitel fyra presenteras ämnesområdets tidigare forskning som relaterar till avhandlingens syfte.

Avhandlingens empiriska del inleds i kapitel fem, där datamaterialet presenteras och diskuteras och där relevant deskriptiv statistik åskådliggörs. I kapitel sex introduceras avhandlingens metodik som avhandlingen baserar sig på. En djupgående diskussion kring studiens resultat presenteras i kapitel sju och dessa anknyts sedan till avhandlingens syfte. I kapitel åtta diskuteras avhandlingens brister och förslag på framtida forskning. I kapitel nio sammanfattas avhandlingen och både avhandlingen och ämnesområdet diskuteras ytterligare i sin helhet.

2 SPAC-FÖRETAG

Fenomenet SPAC-företag utformade sig redan under 1990-talet i USA, generellt som ett lockande alternativ för små- och medelstora företag att etablera sig på publika aktiemarknader.

SPAC-fenomenet definieras som ett skalbolag som samlar ihop kapital i samband med en börslistning i syfte att genomföra företagsförvärv av ett privat målbolag (det uppköpta bolaget) genom så kallade enhetsbörslistningar och fusioneras följaktligen med SPAC-bolaget och blir publikt. Kännetecknande för SPAC-företag är att de varken har operativ affärsverksamhet eller tillgångar.

2.1 SPAC-investeringar

Fenomenet SPAC definieras som skalbolag som börslistas endast med målet att antingen förvärva eller fusionera sig med ett privat bolag. Kapitalet för att köpa upp det privata bolaget erhålls genom skalbolagets börslistning. Grundarna till skalbolagen tenderar att utgöra förmögna individer med tidigare entreprenöriell erfarenhet såsom Bill Ackman, Richard Branson och Chamath Palihapitiya och välkända riskkapitalbolag såsom KKR, Hellman & Friedman, CVC Capital Partners och Bain Capital. (S&P Global, 2020)

Efter att skalbolaget grundats rekryteras en kompetent ledning som ofta utgörs av individer med erfarenhet från att leda stora bolag. Den mest värdefulla industrierfarenheten hos SPAC-ledningen erhålls generellt ifall ledningen har industrierfarenhet och kunskap från samma sektorer som SPAC-bolaget letar företagsförvärv inom. (Dimitrova, 2017)

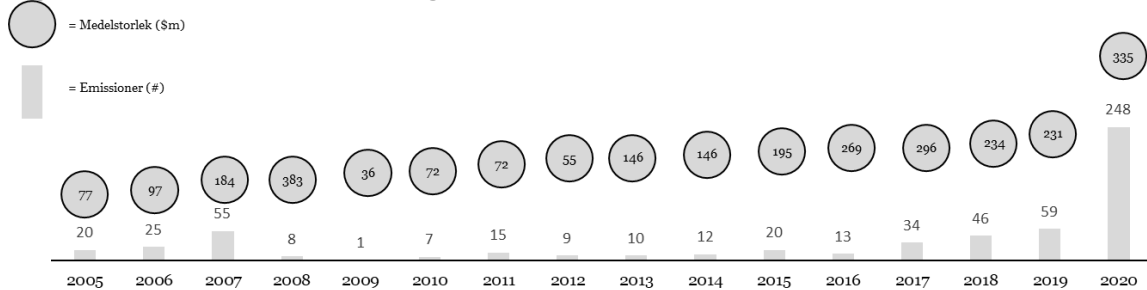
SPAC-bolagen kallas även för skalbolag. Den primära orsaken till detta är att de utgör förvärvsfordon snarare än bolag med operationell verksamhet. Ett annat attribut för dessa skalbolag observeras då man undersöker bolagens finansiella rapporter vars balansräkningar generellt endast innefattar kassa och övriga likvida tillgångar. (Mayer Brown, 2020)

Då SPAC-företag framgångsrikt har börslistats påbörjas en sökperiod efter potentiella målbolag för förvärvsfordonet. Accepterad sökperiod tenderar vara 18–24 månader med ändamålet att förvärva åtminstone 80 procent av målbolaget.

Den stora tillväxten i SPAC-företag har skett under de senaste åren och diskussionen kring varför så har skett kommer att presenteras senare i detta kapitel. I figur 1 nedan

åskådliggörs SPAC-börsnoteringarnas utveckling mätt enligt medelstorleken på SPAC-transaktionerna och antalet utförda SPAC-emissioner. (Bain & Company, 2021)

Figur 1 Antalet SPAC-börsnoteringar utförda i USA inklusive medelstorleken 2005–2020



Investorerare kan placera kapital både före företagsförvärvet efter börsnoteringen och efter företagsförvärvet. I oktober 2020 lanserades även det första SPAC-ETF-placeringsinstrumentet Defiance NextGen Derved SPAC ETF. Tillkomsten av SPAC-ETF-fonder bidrar till lägre risk ifall investerare vill placera i denna tillgångsklass, detta uppnås bland annat genom att investera i SPAC-företag som redan fullbordat företagsköpet och därmed utesluts SPAC-företag som fortfarande letar efter potentiella företagsförvärv. (NASDAQ, 2020)

SPAC-företag påminner mycket om en hybrid mellan traditionella börsnoteringar och riskkapitalinvesteringar. En likhet mellan SPAC-företag och riskkapitalbolag som noteras i en artikel av Ritter (2021) är att båda har ett specifikt slutdatum innan de måste allokera det avsedda kapitalet.

Denna restriktion är gjord för att undvika illikviditetsdilemman som kan uppkomma om kapitalet endast ligger på ett konto. Nackdelen med denna struktur är däremot att incitament skapas för både SPAC-bolagsledningen och riskkapitalbolag att fatta beslut som har negativt nettonuvärde då mandatperiodens slutdatum närmar sig. DeGeorge et al. (2016) noterade även detta liknande fenomen i sin artikel kring sekundärförvärv (*eng. secondary buyouts*).

En annan likhet mellan SPAC-företag och riskkapitalbolag är kompensationsstrukturen. Ritter (2021) konstaterar utifrån forskning av Metrick och Yasuda (2010) att nuvärdet av den ackumulerade förvaltningssumman under riskkapitalbolagets livscykel är storleksmässigt ungefär samma som SPAC-sponsorernas.

Ytterligare liknar komponenten för vinstutdelning som riskkapitalbolagens svenska tysta bolagsmän erhåller vid försäljningar av fondens investeringar (*eng. carried*

interest) varranterna som SPAC-sponsorerna tecknar i samband med SPAC-skalbolagets börslistning i och med att båda kategorierna belönas ifall företagsförvärvet verkställs.

Ytterligare likhet mellan riskkapitalbolag och SPAC-företag är respektive ledningssträvan efter att utöva aktivt ägarskap genom att verka utifrån målbolagets styrelse. I båda fallen erhåller både SPAC-sponsorerna och riskkapitalbolagens tysta bolagsmän (*eng. General Partner*) arvoden för engagemanget i målbolagens styrelser. (Ritter, 2021)

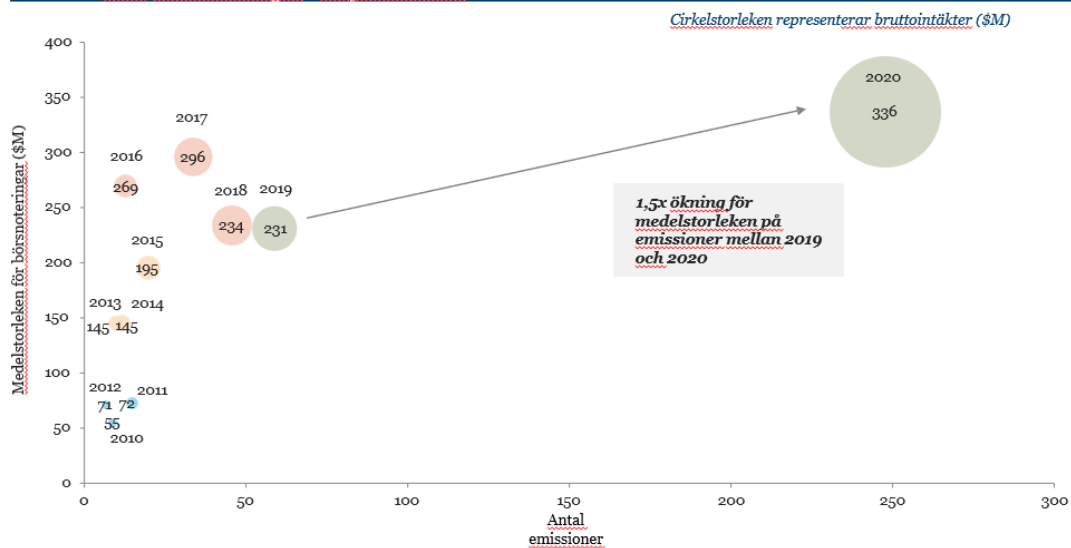
Anmärkningsvärt kring kompensationsstrukturen är att SPAC-företag ofta kritiserats för att sponsorernas kompensation är överflödigt och snedvriden till deras fördel vilket bland annat Dimitrova (2017) poängterar.

I figur 2 nedanom åskådliggörs SPAC-tillväxten enligt transaktionernas medelstorlek och emissionsvolym. (Bain & Company, 2021)

Figur 2 SPAC-transaktionsvolymens tillväxt 2010–2020

Snabb tillväxt i SPAC börsnoteringar; transaktionsstorleken ökat 1,5x under 2020 jämfört med 2019

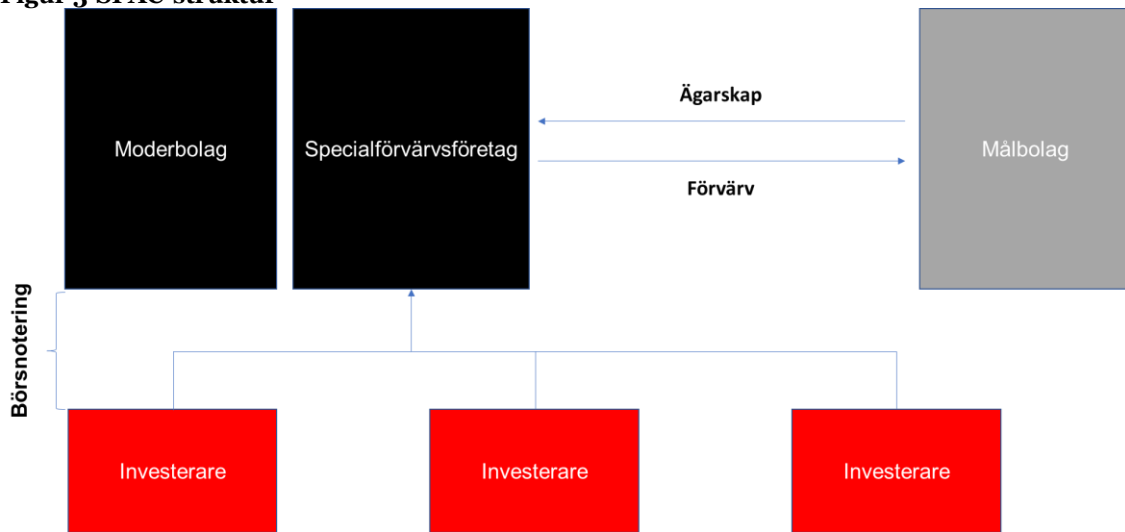
Medelstorleken för SPAC emissioner ökade till \$336M under 2020 från \$231M under 2019 och \$55M under 2010, drivet av flera börsnoteringar i miljardklassen



2.2 SPAC-företagens livscykel

I figur 3 nedan åskådliggörs den legala strukturen för SPAC-bolag och hur penningflödena rör sig från investerarna till SPAC-skalbolaget.

Figur 3 SPAC-struktur



Källa: Medium, 2020

SPAC-livscykeln kan indelas i tre faser:

- 1) Handelsfasen – Det första steget i SPAC-bolagets livscykel är då skalbolagets aktie upptas för publik handel. Vid denna fas är de involverade parterna främst SPAC-skalbolagsledningen, ansvariga investeringsbankerna inklusive tidigare investerare.

Skalbolagsledningen bidrar med såddfinansiering ända tills den slutgiltiga fusionen är fullbordad. Denna såddfinansiering öronmärks därefter för att täcka löpande utgifter under tidsperioden mellan skalbolagets börslistning och det slutliga företagsförvärvet av ett privat operativt bolag. (Wharton Magazine, 2021)

Till skillnad från traditionella börsnoteringar som involverar bolag med operativ verksamhet där aktier säljs ter sig handeln med SPAC-skalbolaget annorlunda. Istället för aktier erbjuds intresserade investerare så kallade enheter vilket inkluderar både möjligheten att konvertera enheten till en aktie för 10 amerikanska dollar vid det slutliga företagsförvärvet och en warrant till halva enhetspriset, vilket ger rätten men inte förpliktelsen att vid förvärvet konvertera warranten. Varranten fungerar som ett extra incitament för investerare att allokeras kapital till skalbolaget. (Wharton Magazine, 2021)

Under tiden mellan skalbolagets börslistning och företagsförvärvet placeras de erhållna medlen från investerare som angett intresse för SPAC-bolaget i en fond. Innan företagsförvärvet inträffar kan därmed skalbolagsledningen enbart använda såddfinansieringen som bidros från egen ficka för att tillmötesgå amerikanska

finansinspektionens rapporteringskrav och för att leta efter potentiella privata bolag att förvärva. (Wharton Magazine, 2021)

- 2) Kungöring av förvärvade bolaget – Då skalbolagets börslistning ägt rum skiftas huvudfokuset för skalbolagsledningen till att leta efter privata bolag som kunde tänkas fusioneras ihop med skalbolaget och således slutligen bli ett publikt operativt bolag. (Wharton Magazine, 2021)

För att företagsförvärvet ska kunna fastställas krävs det att majoriteten av SPAC-aktieägarna godkänner det föreslagna företagsförvärvet. Innan företagsförvärvets kungörelse har SPAC-aktieägarna möjligheten att avyttra sina innehav för 10 amerikanska dollar och samtidigt behålla sina varranter. (Wharton Magazine, 2021)

Kvarvarande medel i fonden blir automatiskt det nya fusionerade publika operativa bolagets egendom vilket höjer på tröskeln för SPAC-aktieägarna att motstå sig gentemot potentiella företagsförvärv oberoende av deras egentliga inställning till transaktionsrationalen.

Även om inställningen gentemot företagsförvärvet är avvisande finns det ändå incitament för SPAC-aktieägarna att rösta bestyrkande för företagsförvärvet eftersom de då har befogenheten att inlösa sina aktier för 10 amerikanska dollar/styck och samtidigt behålla varranterna. Ifall majoriteten av SPAC-aktieägarna hade motsatt sig företagsförvärvet skulle SPAC-skalbolaget likvideras och aktiemedlerna skulle återfås men varranternas värde vore värdelösa. (Wharton Magazine, 2021)

Eftersom det slutgiltiga företagsförvärvets finansiering är oklar givet att SPAC-bolagsledningen inte kan veta hur stor grad av de befintliga investerarna som avyttrar sina innehav efter företagsförvärvets kungörelse som följd av aktieägarnas rättighet att i samband med offentliggörandet avyttra sina innehav.

Med denna bakgrund i åtanke är det därför essentiellt för SPAC-bolagsledningen att försäkra sig om att finansieringen ligger på stabil grund genom att använda PIPE-finansiering vilket redogörs för i delkapitel 3.8.

3) Fusionerade bolagets fas (De-Spacing)

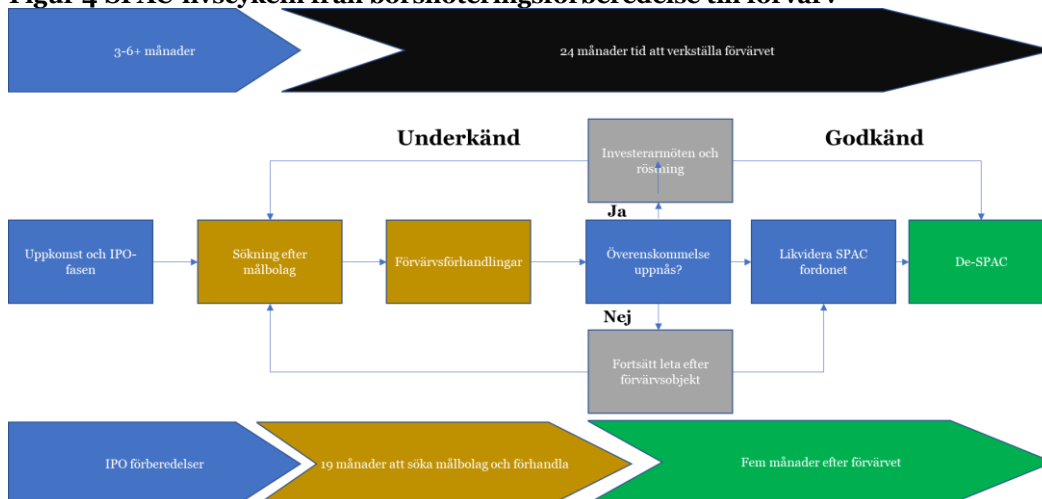
Ifall företagsförvärvet godkänns och transaktionsfinansieringen är bekräftad kan företagsförvärvet kungöras och det nya publika operativa bolaget upptas för offentlig aktiehandel under ett oftast nytt enhetsnamn. (Wharton, 2021)

Då företagsförvärvet slutförs betalas även den sista andelen rådgivningsavgifter till de ansvariga investeringsbankerna. (Bloomberg Law, 2020)

I figur 4 nedan åskådliggörs stegen för SPAC-skalbolagets väg till det slutliga företagsförvärvet av ett privat operationellt bolag. Börslistningsprocessen tar i genomsnitt 3–6 månader varpå tiden för att hitta ett privat operativt bolag att förvärva maximalt får ta 24 månader för att undvika att SPAC-skalbolaget likvideras. Ifall aktieägarna förkastar SPAC-företagets förslag på bolagsköp kan SPAC-företaget antingen fortsätta leta efter ett nytt privat operativt bolag att förvärva eller så likvideras SPAC-skalbolaget och medlen återbetalas från depositionskontot till aktieägarna exklusive varranter. (Holon IQ, 2020)

Ifall aktieägarna godkänner det föreslagna privata målbolaget efter röstningen fusioneras det målbolaget in i SPAC-skalbolaget och den gemensamma framtiden fortsätter som ett publikt bolag med det privata bolagets operationella verksamhet som verksamhetens drivkraft. (Holon IQ, 2020)

Figur 4 SPAC-livscykeln från börsnoteringsförberedelse till förvärv



Källa: Holon IQ, 2020

2.3 Incitamentstrukturen i SPAC-företag

En central orsak till att fenomenet kring SPAC-företag popularitet ökat under de senaste åren utgör den lukrativa strukturen för SPAC-företag ledning. I Cumming et al. (2014) forskningen konstaterar de att ledningen i medeltal får cirka 20 % av den totala aktieallokeringen och omges av en inlåsningsperiod på 180–365 dagar (oftast 365 dagar i USA). Ifall ett företagsköp eller fusion inte äger rum innan det gått två år återbetalas hela beloppet som respektive investerare placerat i SPAC-företag till fullo. (Lexology, 2020)

Strukturen har kritiserats för att uppmuntra SPAC-bolagsledningen att strax före likvideringen av skalbolaget (som generellt sker efter två år ifall inget bolag att förvärva eller fusioneras med hittas) så finns det en risk att de försöker förvärva företag av lägre kvalitet och Dimitrova (2017) hävdar i sin forskning att de till och med kan försöka förvärva vilket företag som helst vilket endast vore i företagsledningens intresse. Dessa iakttagelser bekräftades även av Jog och Sun (2007) och Lewellen (2009).

2.4 Hur skiljer sig börslistningar med SPAC-struktur från traditionella börslistningsprocesser?

Eftersom SPAC-företag inte utgör något utöver skalbolag så beror deras potentiella framgång helt enkelt på SPAC-bolagsledningens anseende. Eftersom SPAC-processen frångår den traditionella anbudsförfarandeprocessen (*eng. roadshow*) som kopplas ihop med sedvanliga börsnoteringsprocesser, möjliggör det en avsevärt snabbare och smidigare börsnoteringsprocess.

Traditionell anbudsförfarandeprocess innebär att emittentens ansvariga investeringsbanker åker (generellt) till globala finansiella centrum vilket i praktiken betyder New York, London eller Hong Kong med målet att marknadsföra investeringsberättelsen till potentiella investerare. (Espinasse, 2014)

Nackdelen med SPAC-börslistningsmetoden även om den är snabbare är att den saknar en anbudsförfarandeprocess vilket har bidragit med ökad försiktighet hos potentiella investerare som följd av de lägre granskningskraven för bolag som börslistas genom SPAC-processen. (Crunchbase, 2020)

Börslistningar genom SPAC-företag går till genom att skalbolaget emitterar enheter (*eng. units*) till allmänheten för 10 amerikanska dollar/aktie där enheterna utgör en aktie

och antingen en 1/3 warrant eller en 1/2 genom vilken en potentiell investerare kan införskaffa en aktie för 11,50 amerikanska dollar per warrant. (EisnerAmper, 2021)

Den existerande litteraturen kring för- och nackdelarna med omvända fusioner och traditionella börsnoteringar är extensiv och sedan länge forskad. Sjostrom (2007) poängterar i en forskningsartikel att det råder skillnader i kvalitet mellan företag som genomgår omvända fusioner och traditionella börsnoteringar och att företag av lägre kvalitet tenderar att välja omvända fusioner.

Till skillnad från omvända fusioner där börslistade bolag potentiellt genomgått en saneringsprocess och är utan tillgångar och används som skalbolag för att förvärva ett privat bolag, så har SPAC-företag generellt en kompetent ledning som ansvarar för processen och signalerar kvalitet till skillnad från traditionella omvända fusioner. (Insead Knowledge, 2021)

2.5 Fördelar med börslistning genom SPAC-företag

I detta delkapitel kommer det att grundligt redogöras för de främsta fördelarna med att börslistas genom SPAC-strukturen.

Övriga fördelar med SPAC-börsnoteringar jämfört med traditionella börsnoteringar:

- 1) Snabbare – tar 3–4 månader jämfört med traditionella börsnoteringar som generellt dröjer 6–9 månader innan börslistningen är genomförd. Detta innebär att företagsledningen kan koncentrera sig på den operativa verksamheten istället för att ägna resurser och ledningens tid på de mer utdragna traditionella börslistningarna (snabbare exit för det säljande bolaget). (CFO.com, 2020)
- 2) Större flexibilitet – Orsaken till att SPAC-företag bidrar med större flexibilitet jämfört med traditionella börsnoteringar är flertalet aspekter som gör dem mer dynamiska än traditionella börsnoteringar. T.ex. utbetalningar ifall det privata operativa bolaget uppnår specifika nyckeltal (*eng. earnout clause*). (SEC.gov, 2021)

Orsaken till att dessa kontingenta utbetalningsvillkor tillämpas är för att undvika operationella risker som uppkommer ifall SPAC-bolagsledningen är osäker kring det privata operativa bolagets värdering och de således strävar efter att minska risken att överbetala för företagsförvärvet (PwC, 2021). Ytterligare erhålls större

kontroll över vilka investerare som kommer in i företaget (ur operativa bolagsledningens synvinkel).

Dessutom finns det stor flexibilitet för hur SPAC-strukturen slutligen tar form bland annat med tanke på hur stor del av sponsoraktierna som slutligen tilldelas SPAC-skalbolagets ledning (*eng. sponsor shares*). Dessutom utgör den expanderade investerarbasen med riskkapitalbolag, hedgefonder och förmögna individer en viktig aspekt. (Goldman Sachs, 2021)

- 3) Inget behov för det uppköpta bolaget att själv genomföra en kapitalinsamlingsprocess genom t.ex. en traditionell börslistning. (The Verge, 2020)
- 4) Mindre osäkerhet kring börsnoteringens prissättning – Orsaken till detta är att villkoren är tydligare och mer definitiva än för traditionella börsnoteringar eftersom prissättningen fastställs innan själva börslistningen. Detta medan traditionella börslistningars prissättning fastställs dagen innan börslistningen äger rum. (Institutional Investor, 2020)
- 5) Tillgång till erfarna ledningsgrupper – Detta anses för flertalet investerare vara en nyckelfaktor för slutgiltiga investeringsbeslut kring huruvida SPAC-företaget anses vara tillräckligt intressant för att investera i. Definitionen av erfaren ledningsgrupp brukar anses vara att ledningen har lång industrierfarenhet från seniora positioner inom den specifika industrin och inom industrins ledande bolag som SPAC-företaget slutligen genomför företagsförvärvet inom. (MarketWatch, 2021)
- 6) Större tillgång till kapital – Små- och medelstora bolag kan önska att satsa på FoU, organisk tillväxt genom företagsköp eller investera i sitt brand men kan fortfarande riskera att klassificeras som olämpliga för traditionella börsnoteringar enligt vad som kännetecknar börsfärdiga bolag. Genom att fusionera sig med SPAC-företag kan den tidigare företagsledningen både erhålla ägoandelarna i sitt företag inklusive få tillgång till likvida marknader som annars varit otillgängliga utan SPAC-arrangemanget. (PwC, 2020)
- 7) Regleringsverket kring SPAC-företag har förbättrats i USA och nuförtiden är det obligatoriskt att placera insamlade medlena från börsnoteringen i antingen en

fond eller slutet konto (*eng. escrow account*) konto för att säkerställa att kapitalet finns där då företagsförvärvet verkställs. (Business Insider, 2020)

- 8) Mindre antal enheter involverade i börslistningsprocessen – till skillnad från traditionella börsnoteringsprocesser deltar ofta flertalet investerare i förhandlingar med emittenter och diverse rådgivare såsom investeringsbanker, jurister och revisorer kring flertalet villkor. För SPAC-företag är de involverade parterna generellt endast den övertagande parten och den uppköpta parten, vilket möjliggör ett snabbare processförfarande. (Business Insider, 2020)
- 9) UniCredits VD hävdade i samband med lanseringen av en SPAC i Europa i samarbete med LVMHs Bernard Arnault att SPAC-företag utgör det saknade elementet mellan riskkapitalsfinansiering och traditionella börsnoteringar. (PYMNTS, 2021)

Ytterligare meddelade riskkapitalbolaget Lakestars grundare Klaus Hommels att han avser att genomföra det första SPAC-förvärvet inom den europeiska teknologisektorn med avsikten att tillämpa en amerikansk SPAC-struktur där investerare har rätten att återkalla sina aktier ifall de är missnöjda med målbolaget. Denna SPAC-transaktionen skulle även utgöra den största av sin sort i Europa och börsnoteringen är redan vid skrivande stund övertecknad och aktiehandeln påbörjades 22 februari 2021. (CNBC, 2021) (Realtid, 2021)

- 10) SPAC-företag har argumenterats för att vara en säkrare börslistningsmetod under volatila aktiemarknadsförhållanden, vilket kunde förklara den ökade populariteten under koronatidsperioden. (CNBC, 2021)

2.6 Nackdelar med börslistning genom SPAC-företag

- 1) Eftersom regleringsverket kring SPAC-företag historiskt varit avsevärt lättare jämfört med regleringsverket kring traditionella börsnoteringar i USA, och då speciellt under 1980- och 1990-talet där detta ledde till att investerare systematiskt utnyttjade investerare. Ett återkommande mönster under den tiden innefattade att SPAC-företag företagsledning sålde sina innehav strax efter kungörelsen av ett företagsförvärv där positiv kursreaktion uppnåddes för SPAC-företag och efter aktiedumpningen tog de hem sina vinster. (Shachmurove & Vulcanovic, 2018)

- 2) Färsk forskning från Stanford och New York University antyder på att SPAC-företag, tvärtom gentemot vad tidigare argumenterats, egentligen utgör ett kostsammare förfaringssätt till alternativet traditionell börsnotering. Studierna framhäver att börslistningskostnaderna är otransparenta och rentav orimliga. Dessutom frångås investerarnas företagsbesiktning (*eng. due diligence*) avhandling då investerarna i SPAC-företag ger sin fulla tillit till skalbolagets ledning. (Business Times, 2020)
- 3) Trots att börslistningar via SPAC-företag sker snabbare än vid traditionella börslistningar har olika länders finansinspektioner implementerat regleringsverk för att skydda potentiella investeraren gentemot redovisningsoregelbundenheter som kan förekomma vid SPAC-börslistningar. Ett exempel på detta utgör amerikanska vätgas- och elfordonsutvecklaren Nikola Motor Company som uppmärksammades för att den underliggande teknologin inte utgjorde det som bolaget själv anförtrott. (Business Times, 2020)

Goldman Sachs före detta VD Lloyd Blankfein är en av dem som skarpt kritiserat de lägre kraven kring företagsbesiktning för SPAC-företag och bland annat ansåg han att det finns stor risk för att SPAC-bolagsledningen inte agerar i investerarnas intressen och riskerar att överbetala för de privata operativa bolagen istället för att likvidera SPAC-skalbolaget. Dessa missöden som kan uppkomma vid en mindre rigorös företagsbesiktningssprocess är något som med tiden kan leda till att traditionella börslistningar fortsätter vara den dominanta börslistningsformen och att SPAC-börslistningar inte förblir ett fenomen som stannar. (CNBC, 2021)

- 4) Ytterligare har SPAC-företag erhållit kritik från målbolagsledningarna kring att de förlorar kontrollen även om SPAC-företag potentiellt skulle antyda annorlunda. (Business Times, 2020)
- 5) Övrig kritik har relaterat kring minskade investerarsentiment, undermålig prestation efter företagsförvärvet och diverse regleringsåtgärder. (Business Times, 2020)
- 6) En annan nackdel med SPAC-företag är tidsintervallet mellan börslistningen och företagsförvärvet eftersom det kan räkna upp till två år efter att investeraren allokert kapital till bolaget innan ett eventuellt företagsförvärv verkställs. Ifall

inget företagsförvärv utförs ligger investerarens pengar på ett nollräntekonto den tidsperioden utan att bidra med någon nytta. (Business Insider, 2020)

- 7) Ytterligare har investeraren (liksom SPAC-företagsledningen) generellt ingen insikt kring vilket företag eller ens inom vilken sektor SPAC-bolaget avser investera de erhållna medlen från börslistningen. Därmed är det eventuella företagsförvärvet omöjligt att analysera på förhand vilket betyder att ansvaret och förtroendet läggs på ett fåtal personer som ingår i SPAC-bolagsledningen. (Business Insider, 2020)
- 8) Eftersom de typiska bolagen som SPAC-företag förvärvar utgör tillväxtbolag och startups tillkommer högre risk jämfört med ifall det uppköpta bolaget hade utgjort ett stabilt bolag inom mognadsfasen. (Business Insider, 2020)
- 9) Som följd av misstron gentemot SPAC-företag har flertalet aktörer som sysslar med blankning (*eng. short selling*) gått in speciellt i bolag som blivit uppackade av kändisar såsom t.ex. Chamar Palihapitiya, Shaquille O'Neal eller Serena Williams och företag inom sektorer som förknippas med hög hype såsom bland annat elektriska fordon varpå amerikanska finansinspektionen varnat investerare från att dras med i lockelsen att investera tillsammans med kändisar (CNBC, 2021). Aktörer som sysslar med blankning undviker dock bolag med låg likviditet eftersom de vill kunna låna värdepappren och sälja dem då tiden är mogen.

2.7 Reglering av SPAC-företag

Då populariteten av SPAC-företag ökade avsevärt efter Obama administrationens JOBS Act-reform som implementerades den femte april 2012 som en följd av att regelverket förbättrade förhållandena och villkoren till att erhålla finansiering för små bolag genom att både sänka kostnaderna för börsnoteringar och att göra processerna smidigare har fenomenet blivit alltmer vanligt både från ett forskningsperspektiv och som alternativ till traditionella börslistningar.

Detta nya regleringsverk förbättrade inte endast villkoren för SPAC-företag utan även för traditionella börsnoteringar. Genom detta regelverk kan SPAC-företag börsnoteras som ett litet bolag och som följd dra nytta från de lägre rapporteringskraven även efter företagsköpet och lägre börsnoteringskostnader i anslutning till börsnoteringen. (Kolb & Tykvová, 2016)

Det är främst två regleringsinitiativ som haft starkt inflytande på SPAC-företag tillväxt. Den första är Sarbanes-Oxley Section 404 (SOX 404) som trädde i kraft under juli 2002. Förutom att detta regelverk förknippades med ökad transparens inom finansiell rapportering på generell basis befriades mindre bolag från bestämmelserna vilket gynnade SPAC-företag framväxt under början av millenniet. Förutsättningarna för tillväxtbolag förbättrades ytterligare då det andra markanta regleringsinitiativet JOBS Act-reformen fastställdes i april 2012.

JOBS Act-reformen bidrog till att börslistningsvolymen ökade genom lägre regleringskrav för tillväxtbolag och bolag med intäkter som inte övergick 1 miljard amerikanska dollar klassificerades som tillväxtbolag (*eng. emerging growth company*) (EGC). Rättigheten att klassificeras som ett EGC-bolag tillhölls för endast fem år efter börslistningsdatumet. De två huvudsakliga fördelarna som tillkom med JOBS Act-reformen för EGC-bolag utgjorde lägre kostnader och mindre nerlagd tid på att tillfredställa amerikanska finansinspektionens rapporteringskrav. (Harvard Business Law Review, 2012)

Under de senaste åren har regleringar kring SPAC-företag strävat efter att harmonisera intressena och incitamenten mellan SPAC-sponsorer och investerare. Harmoniseringarna som uppnåtts kan delas in i fyra huvudområden: (Barclays, 2021)

- i. Ökat investerarskydd – Möjlighet att avyttra aktierna efter fusionsröstningen oberoende av hur investeraren röstade i omröstningen. Ytterligare kan SPAC-sponsorerna inte missbruka kapitalet som givits under tiden mellan skalbolagets börslistning och det slutgiltiga företagsförvärvet.
- ii. Minskad sponsor åtagande – SPAC-sponsorernas ägarskap och aktieallokering alltmer rättvis i förhållande till publika investerare som investerar i SPAC-bolaget efter företagsförvärvet.
- iii. Varrant struktursförbättringar – Varranter förfaller efter fem år och varranternas betydelse har minskat (från att en warrant kunde växlas mot en aktie till att en warrant kan växlas till 0,5 eller 0,2 aktier).
- iv. Marknadsdynamik – Kvalitén på de förvärvda SPAC-bolagen har förbättrats och SPAC som exit alternativ har blivit alltmer lockande för både operativa bolag och riskkapitalister.

En av huvudorsakerna till SPAC-transaktionernas stora framfart utgjorde att minska gapet mellan investeringar i privata och publika tillgångsklasser. Samtidigt som värdepappersreglering försöker tillgodose ett skydd för investerare erbjuder den även extern kapitalfinansiering genom emittering av aktier. (Harvard Business Law Review, 2012)

Då JOBS Act-reformen fastställdes är det osannolikt att tanken var att inkludera SPAC-företag men eftersom de faller inom ramen för definitionen av tillväxtbolag enligt jurisdiktionen. (Harvard Business Law Review, 2012)

En påtaglig trend är amerikanska finansinspektionens vilja att öka regleringen av SPAC-företag. Ifall dessa skulle förbli populära vore det skäligt att likställa regleringen med dem och traditionella börsnoteringar eller att sänka regleringskraven för traditionella börsnoteringar. (Sifted, 2021)

En starkt bidragande orsak till framväxten av SPAC-företag har utgjort möjligheten för emittenterna att i prospektet ange estimerat kring framtida finansiella siffror vilket inte är tillåtet vid traditionella börsnoteringar där endast historiska siffror och eventuell diskussion kring total marknadsstorlek tillåts. Dock bör estimeraten vara realistiska och försvarbara. Dessutom bör potentiella faktorer som kunde inverka på estimeraten diskuteras. (Pillsbury Winthrop Shaw Pittman, 2021)

Innan JOBS Act-reformen initiativet instiftades i lagen var SPAC-företag otillgängliga för en stor del av den amerikanska befolkningen eftersom det uttryckligen utgjorde ett krav att vara en ackrediterad investerare, dvs. inneha minst en nettoförmögenhet som uppgick till 1 miljon amerikanska dollar eller årliga inkomster som minst uppgår till 0,2 miljoner amerikanska dollar. (Harvard Business Law Review, 2012)

3 BÖRSNOTERINGAR

Även om den akademiska litteraturen kring SPAC-företag fortfarande är tunn utgör både börsnoterings- och förvärvsteorier centrala områden inom ämnesområdet och därför kommer dessa att behandlas i detta kapitel.

För att läsaren ska erhålla en övergripande bild kring börslistningsprocessen för SPAC-företag är det ändamålsenligt att inkludera ett kapitel som redogör för de mest centrala särdragen för SPAC-börslistningar i USA. Generellt tar det 4–6 månader för en SPAC att bli publikt vilket är avsevärt snabbare än för traditionella börsnoteringar. (Founders Circle, 2020)

3.1 Orsaker till genomförelse av SPAC-börsnoteringar

Bakgrunden till varför SPAC-företag väljer att bli publika är mångfacetterade och företagsspecifika.

En av de viktigaste orsakerna till att företag väljer att bli publika är den högre likviditeten för aktien, dvs. den kan köpas och säljas avsevärt snabbare och till en större mängd människor jämfört med privata aktier. Tillgången till externt kapital möjliggör flertalet strategiska initiativ som t.ex. bruttoinvesteringar, företagsförvärv, återbetalning av skulder och produktutveckling. En annan viktig fördel är möjligheten för bolaget att expandera och diversifiera bolagets ägarbas (Berk och DeMarzo, 2017; Fondia, 2021)

Då SPAC-företag genomför börslistningar åläggs de generellt två typer av kostnader. Den första kategorin är direkta kostnader till de ansvariga investeringsbankerna. Och den andra kategorin består av indirekta kostnader som tillkommer i form av utspädning (*eng. dilution*). Utspädningskostnaderna är tudelade och kan delas in i två huvudkategorier varav den första är varranter som kan konverteras till aktier vid företagsförvärvet och den andra kategorin innefattar sponsorernas aktier. (Ritter, 2021)

Övriga aspekter som uppkommer då ett bolag blir publikt är ökad rapporteringskyldighet till finansinspektionen i USA och högre risk för att aktieägarna åtar juridiska åtgärder gentemot bolagsledningen och dess styrelse. (SEC.gov, 2018)

Trots ovanstående fördelar ifrågasätter Ritter (2021) huruvida det vore kostnadsfördelaktigare att antingen börslistas på traditionellt vis eller genom direktlistning och därefter tillsätta personer med relevant industriexpertis istället för att

genomgå SPAC-processen som kopplas ihop med dyr utspädning för att erhålla kunskapsresurser.

3.1.1 Livscykelteorier

Denna teorikategori utgår ifrån att finansieringsbesluten för företagen är beroende av deras utvecklingsstadium, börslistningsbeslutet antas att bero på i vilket skede av dess livscykel de befinner sig i vid en specifik tidpunkt.

SPAC-företag kännetecknas av att de kan fungera som alternativ till både senare finansieringsrundor där riskkapitalbolagsfinansiering hade varit aktuellt eller som alternativ istället för traditionell börslistning.

I figur 5 nedan åskådliggörs företagens livscykel. Då bolaget fortfarande är ett startup erhålls startkapitalet generellt från egen ficka eller vänner och familj. Då bolaget växer och marknaden upplever att bolaget har framtida potential kommer affärsänglar in i bilden. Affärsänglar är ofta förmögna individer med entreprenör- eller industribakgrund som bidrar med både tillväxtkapital, mentorskap och nätverk (Chemmanur & Fulghieri, 1991).

Vid tillväxtfasen blir riskkapitalfinansiering mer aktuellt och för mognare tillväxtbolag konkurrerar riskkapitalbolagen med SPAC-skalbolagen om transaktioner eftersom en stor del av de bolag som SPAC-skalbolag förvärvar är tillväxtbolag.

Vid mognadsskedet kan bolag överväga ifall de prefererar SPAC-företag framför traditionella börsnoteringar eller vice versa. En betydande faktor att överväga vid valet av dessa två börslistningsmetoder är kostnaderna som tillfaller diverse finansiella, juridiska och revisionsrådgivaren inklusive konsulter för att genomföra börsnoteringen. SPAC-företag börslistningsavgifter tenderar att vara något lägre (5,5 %) än för traditionella börsnoteringar (7 %). (Bloomberg, 2020)

3.1.2 Marknadstimingsteorier

Inom litteraturen kring marknadstimingsteorier intas en annorlunda infallsvinkel jämfört med livscykelteorierna. Marknadstimingsteorierna hänvisar till att det finns kapitalmarknadsförhållanden då det är lägligare att börslistas. Den enskilt viktigaste faktorn i en studie av Brau & Fawcett (2004) då de intervjuade 336 ekonomichefer utgjorde rådande aktiemarknadsförhållanden vid börslistningstillfället.

Choe, Masulis och Nanda (1993) menade i en annan forskning att företag är troligare att genomföra en börslistning ifall flertalet bolag av hög kvalitet samtidigt även börslistas. Det motsatta gäller då det upplevs som att endast få bolag av hög kvalitet vill börslistas.

3.2 Förberedelser inför börsnoteringen

Förberedelser för SPAC-börsnoteringar liknar långt och mycket förberedelserna inom traditionella börsnoteringar och börsnoteringen sker oftast genom att SPAC-skalbolagets grundaren i samarbete med investeringsbanker uppgör ett prospektdokument för potentiella investerare. (Layne & Lenahan, 2021)

Då SPAC-skalbolaget etableras införskaffas initialt grundaraktier (*eng. founder shares*). Grundaraktierna berättigar i normala fall grundarna till 25 % av det totala aktieantalet. Ofta anses denna andel som en förmån för grundarna och den utspäds ofta vid börslistningen till en ägoandel kring 20 % för ägarna eftersom greenshoe optioner ofta förblir outnyttjade till viss grad. (Layne & Lenahan, 2018)

Vid anbudsförfarandeprocessen (*eng. road show*) utges klart färre kommentarer kring preliminära prospektversionerna jämfört med vid traditionella börsnoteringars motsvarande anbudsförfarandeprocess. Då kommentarerna har inkluderats i preliminära prospektversionerna fastställs det slutgiltiga prospektdokumentet. (Layne & Lenahan, 2018)

3.3 Prospekt

Prospektet färdigställs av specifikt utvald juristfirma hos amerikanska finansinspektionen. Då prospektet har godkänts inleds investeringsbankens anbudsförfarandeprocess. I prospektet återfinns detaljerad information kring SPAC-bolagets aktieägare, styrelsemedlemmar, förvävsstrategi och övrig lagstadgad relevant information. (Shanda Consult, 2020)

I prospektet kan även förekomma sektorn där bolaget som planeras förvärvas verkar eller det specifika bolagsnamnet. Även om sektorn anges i prospektet förpliktas SPAC-förvävsbolaget inte av att utföra förvärvet i den angivna sektorn. (SEC, 2020)

Själva registreringsprocessen är avsevärt lättare för SPAC-bolag eftersom de inte har någon operationell historia. Trots detta tenderar amerikanska finansinspektionen att potentiellt övervaka ännu noggrannare denna börslistningsform eftersom den historiskt sett varit kopplad med flertalet bedrägerier. (Layne & Lenahan, 2018)

3.4 Marknadsföring

Investeringsbanken ansvarar för anbuds-förfarandeprocessen. Eftersom SPAC-företag inte tillåts utföra anbuds-förfarandeprocessen i fri skriftlig form vilket definieras mer ingående i Securities Act Rule 433. Trots denna restriktion förekommer inga hinder att utföra anbuds-förfarandeprocessen på traditionell manér där SPAC-ledningen, ansvariga investeringsbankerna och potentiella investerare möts antingen fysiskt eller virtuellt. (Mayer Brown, 2020)

3.5 Prissättning

Efter anbuds-förfarandeprocessen sker börsnoteringen genom fast åtagande från de ansvariga investeringsbankerna (*eng. firm commitment underwriting*). Då processen sköts genom fast åtagande innebär det att de ansvariga investeringsbankerna åtar sig att köpa upp alla aktier som avses säljas till allmänheten och därmed åtar investeringsbankerna ofta inventarierisk vid SPAC-skalbolagsbörsnoteringar. Generellt prissätts SPAC-börsnoteringarnas aktier och varranter nominellt kring 10 amerikanska dollar per enhet för aktier och 11,50 för varranterna. SPAC-varranterna ger ägaren rätten men inte förpliktelsen att köpa SPAC-företagets aktie i framtiden till tidigare anmärkt pris (Benzinga, 2021).

Trots att varranterna fritt kan handlas efter börsnoteringen kan de först konverteras till aktier vid det senare av följande scenarion: i) tolv månader efter börsnoteringen eller ii) då företagsförvärvet har genomförts. (Layne & Lenahan, 2018)

3.6 Inlåsningsperiod

Den typiska inlåsningsperioden för SPAC-bolagets ledning är oftast ett år efter verkställandet av SPAC-förvärvet. (Layne & Lenahan, 2018)

3.7 Företagsbesiktning

Eftersom SPAC-bolaget inte har någon operationell historia är företagsbesiktningprocessen mycket kort jämfört med traditionella börsnoteringars ofta extensiva och långa processer. (Exigen, 2020)

Även om SPAC-skalbolaget saknar operationell historia kan och bör ledningens bakgrund rannsakas. Speciellt SPAC-ledningens nätverk genom t.ex. styrelsepositioner är viktigt att granska för att erhålla en bättre förståelse kring SPAC-ledningens relationer till övriga näringslivet. Även aspekter som SPAC-ledningens personliga fläckfrihet både

med tanke på blankt brottsregister eller personlig konkurs är viktiga att kontrollera. (Exigen, 2020)

3.8 PIPE-finansiering

Ett av de största innovationerna för de moderna SPAC-företag transaktionerna utgör tillkomsten av PIPE-finansiering. Exempel på anrika PIPE-investerare utgör globala institutionella investerare såsom Wellington Management, Fidelity och Franklin Templeton. Redan endast dessa tre har allokerat flera miljarder dollar i PIPE-transaktioner vars ändamål är att säkerställa att fusionerna slutförs och att finansieringen för företagsförvärven räcker till (Börsvärlden, 2021).

SPAC-sponsorer som har tillgång till välkända PIPE-finansiärer har en konkurrensfördel gentemot övriga SPAC-sponsorer. Och flertalet potentiella privata målbolag har uttryckt att de hellre blir förvärvade av SPAC-sponsorer med kontaktnätverk till välrenommerade PIPE-finansiärer än att de skulle sälja direkt för en högre köpesskilling utan tillgång till PIPE-finansiärer. Ifall ingen PIPE-finansiering erhålls löper SPAC-bolaget risk för att skalbolaget likvideras innan ett målbolag hittats eftersom inkludering av PIPE-finansiärer signalerar rättvis värdering och även ofta SPAC-sponsorernas kvalitet. (Pitchbook, 2021)

3.9 SPAC-vågor

Fusionsvågor utgör enligt Brealey & Myers (2003) ett av de 10 stora dilemmorna inom finansiell ekonomi och trots att flertalet forskningar har gjorts inom ämnesområdet råder det fortfarande ingen konsensus bland forskarna.

Ifall man skulle gå tillväga att dela upp SPAC-transaktioner i vågor kunde det göras i tre olika perioder. Första perioden vore innan 2010 och de första moderna SPAC-bolagen som etablerades under 1990-talet. Denna våg slutade vid finanskrisen 2008–2009.

Den andra SPAC-vågen började vid slutet av finanskrisen 2008–2009 och avslutades strax innan koronakrisens stora SPAC-våg som gjorde fenomenet allmänt känt bland människor.

Den tredje SPAC-vågen började som tidigare konstaterades då koronapandemin drog igång och SPAC-strukturen hade blivit mer transparent jämfört med tidigare vilket bidrog till att bättre än tidigare minska agentkostnader mellan SPAC-grundarna och investerare.

3.10 Alternativa vägar till börsen

Huvudsakligen finns det två övriga alternativ att börslistas förutom traditionella börsnoteringar, nämligen genom antingen direktlistning eller genom SPAC-företag.

Nya innovationer inom börslistningar har inte enbart skett inom traditionella börsnoteringar utan även övriga metoder förändras kontinuerligt och speciellt de bästa delarna från respektive metoder är något som försöker paketeras in i diverse metod. T.ex. har direktlistningar inkluderat inlåsningsperioder för att kunna utöva utbudskontroll över emissioner och traditionella börsnoteringar har alltmer strävat efter att förbättra marknadslikviditeten över kortare tidsintervaller. (Goldman Sachs, 2021)

I en nyhetsartikel av Goldman Sachs (2021) betonar J. Ritter hur innovativa lösningar inom traditionella börsnoteringar har implementerats av investeringsbanker för att hantera problematiken kring börsnoteringars initiala underprissättning. Exempelvis tillgavs investerare i både DoorDash och Airbnb börslistningarna möjligheten att ange önskemål kring pris och volym för aktieteckningen istället för att endast meddela volymen vilket har varit kutym inom traditionella börsnoteringar. Denna typ av transparens antas ge de ansvariga investeringsbankerna kontroll över emissions efterfrågekurva.

De två främsta skillnaderna mellan SPAC-företag och traditionella börsnoteringar är tudelade:

- i) SPAC kapitalinsamlingsprocessen sker innan börslistningen av det operationella bolaget vilket möjliggör en bättre förhandlingsposition jämfört med ifall en traditionell börsnoteringsprocess utförs.
- ii) Kapitalet som insamlas i en SPAC börsnotering före företagsköpet avses endast användas för att vid ett senare skede förvärva ett odefinierat externt privat bolag.

Tänkbara orsaker till varför SPAC-företag och omvända fusioner ökat i popularitet på traditionella börsnoteringars bekostnad enligt Feldman (2009) är tredelad:

- 1) Både amerikanska finansinspektionen och investerares inställning gentemot både SPAC-företag och omvända fusioner har blivit positivare och börslistningsformerna anses som tänkbara alternativ.

- 2) Teknologibubblan kring 2000-talets början har varit en bidragande faktor till att amerikanska finansinspektionen ansett ett behov för att expandera börslistningskriterierna vilket har lett till uppkomsten av övriga börslistningsinnovationer.
- 3) Ytterligare har stigmat sjunkit som följd av PIPE-finansiärer (*eng. Private Investment in Public Equity*) investerare.

I tabell 1 nedan redogörs för de största skillnaderna mellan SPAC-företag och traditionella börsnoteringar. (Bridge Point Capital, 2021)

Tabell 1 Jämförelse mellan SPAC-företag och traditionella börsnoteringar

	SPAC Fusion	Traditionell börsnotering
Tidsplan	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 3–4 månader 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 6–9 månader
Process	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Förberedelserna av börslistningsprocessen har liten inverkan på den dagliga operativa verksamheten ➤ Företagsbesiktningens processen avsevärt mindre och mindre rådgivare involverade jämfört med en traditionell börsnoteringsprocess ➤ Amerikanska finansinspektionens slutliga granskning av börsnoteringen kan skjutas upp till ett datum efter stängningen av börsnoteringen 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Extensiv förberedelse och tidskrävande för hela bolaget ➤ Tidig interaktion med både aktieanalytiker och övriga marknadsdeltagare ➤ Amerikanska finansinspektionen granskar fullständigt börsnoteringen och granskningen ska vara färdig innan slutlig börsnotering
Kostnader	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Både lägre direkta- och indirekta listningskostnader ➤ - Generellt utbetalas avgifter på 5,5 % till de ansvariga investeringsbankerna 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Högre direkta- och indirekta kostnader ➤ Generellt utbetalas avgifter på 7,0 % till de ansvariga investeringsbankerna
Prissättning	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Större säkerhet i prissättningen av börsnoteringen ➤ Lägre marknadsvolatilitetsrisk 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Prissättningen bestäms vid börslistningsdatumet ➤ Hög marknadsvolatilitetsrisk
Övrigt	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ofta bolagsledning med extensiv industrierfarenhet ➤ En bolagsledning av hög kvalitet fungerar som en certifieringsstämpel 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Risk för att bolagsledningen saknar kapitalmarknadserfarenhet och avsevärda tidigare meriter ➤ Risk för att emissionen blir omlagd som följd av komplikationer med de ansvariga investeringsbankerna

4 TIDIGARE FORSKNING

I denna del av avhandlingen redogörs det för de två mest relevanta forskningarna inom ämnesområdet kring SPAC-företags långsiktiga prestation. Alla utvalda tidigare forskningsartiklar tangerar ämnesområdet och bidrar med en övergripande bild.

4.1 Kolb & Tykvová (2016): Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes

Artikeln betoning ligger på att bidra med förståelse kring hur moderna SPAC-transaktioner förändrats över tid, granska de mest centrala förändringarna för SPAC-företag och att analysera huruvida SPAC-transaktioner utgör ett intressant alternativ för privata bolag som överväger en eventuell börsnotering och att analysera både den kortsiktiga- och långsiktiga prestationen för SPAC-företag över tid.

4.1.1 Data

Forskarna redogör för tidsperioden 2003–2015 under vilken de observerar 236 SPAC-transaktioner och 130 SPAC-förvärv i USA (alla företagsköp blev slutligen listade i USA men målbolagen härstammade från diverse länder runtom i världen). Det slutgiltiga samplet som fastställdes på basis av huruvida transaktions- eller företagsspecifik data fanns tillgängligt, utgjorde 127 SPAC-företag. Datasamplets material har samlats in från en SPAC-rapport utgiven av Morgan Joseph TriArtisan, EDGAR och Capital IQ. Forskarna inkluderar även marknadstransaktions- och företagsspecifika variabler från Capital IQ, Compustat US och SDC Platinum. Samplets företagsköp har till 83 % skett i Nordamerika, 13 % i Asien och 4 % i Europa.

För att erhålla kontrollsamplet används Capital IQ. Transaktionerna som tas med i samplet för kontrollgruppen utgör icke SPAC-företag som har trätt i kraft och har ett emissionsvärde som överstiger fem miljoner amerikanska dollar, detta gav 3149 börsnoteringar. För att jämföra SPAC-bolagsförvärv med icke-SPAC-börsnoteringar exkluderas skalbolag, avyttringar, aktiebolagiseringar (*eng. demutualization*), direktlistningar, traditionella fonder, bankkonverteringar, efter bästa förmåga överenskommelser, enhetserbjudanden och varranterbjudanden från kontrollsamplet. Börsnoteringsföretagen kan befina sig var som helst i världen förutom i världsdelar utan SPAC-företag. Dessutom exkluderades företag inom sektorer där inga SPAC-företagsförvärv förekommit. Det slutgiltiga samplet innehöll därmed 1128 börsnoteringar.

För att mäta ifall det främst är företag av låg kvalitet som börslistas via SPAC-företag används två variabler, dvs. nuvarande lönsamhet mäts genom avkastning på totala tillgångar och tillväxtpotentialer mäts genom Tobins q , som estimeras genom marknad-till-bokföringsmässiga värden. Dessutom granskas skuldsättningsgraden eftersom forskarna antyder på att högt skuldsatta bolag kan vara för riskfyllda för traditionella börsinvestorer och därmed använder de istället SPAC-metoden. Dessutom granskas företagsstorleken med hypotesen att mindre företag föredrar att använda sig av SPAC-företag eftersom det är avsevärt svårare för dem att hitta lämpliga investeringsbanker att ansvara för emissionsprocessen och öka sannolikheten för en framgångsrik börsnoteringsprocess. Slutligen antyder forskarna på att det finns ett samband mellan riskkapitalbackade bolag och deras val av börslistningsmetod.

4.1.2 Metod

För att undersöka ifall det finns skillnader mellan attributen för SPAC-företagsförvärv och traditionella börsnoteringar tillämpas Wilcoxon-Mann-Whitney tester och t-tester. Forskarna observerar att företag under volatila marknadsförhållanden tenderar att använda SPAC-företagsförvärv istället för traditionella börsnoteringar.

Variansen för S&P 500 indexet sex månader innan transaktionen ägde rum fungerade som proxy för marknadsvolatilitet är på 1 % signifikansnivå högre för SPAC-företagsförvärv än för traditionella börsnoteringar.

I de icke-tabellerade resultaten hittar forskarna en positiv korrelation mellan det månatliga antalet SPAC-börsnoteringar och den laggade faktorn för marknadsavkastning vilket antyder på att investerare föredragningsvis bidrar med kapital under tjurmarknads- framför björnmarknadsförhållanden. Forskarna hittar inga belägg för att det skulle finnas ett samband mellan metoden för börslistning och skuldkostnaden.

Forskarna hittar ett samband mellan att existerande aktieägare erhåller en högre cash out proportion genom SPAC-företagsförvärv än genom traditionella börsnoteringar på 1 % signifikansnivå. Även "time to resolution" variabeln från publika offentliggörandet till traditionella börsnoteringens slutförande är 3,9 månader och signifikant på 1 % nivå.

För att modellera sannolikheten för ett SPAC-företagsförvärvsköp används en logistisk regressionsmodell där beroende variabeln $P(\text{SPAC})_i$ är binär och antar värdet 1 för SPAC-företag och 0 för traditionella börsnoteringar.

Modellspecifikation: $\log(P(\text{SPAC})_i / (1 - P(\text{SPAC})_i)) = \alpha + \beta_1 \text{Market volatility}_i + \beta_2 \text{Cost of debt}_i + \beta_3 \text{Cashout}_i + \beta_4 \text{Time to resolution}_i + \beta_5 \text{Return on assets}_i + \beta_6 \text{Markettobook assetratio}_i + \beta_7 \text{Debt ratio}_i + \beta_8 \text{Log(size)}_i + \beta_9 \text{VCinvolvement}_i + \beta_{10} \text{PEinvolvement}_i + \beta_j \text{Yearfixedeffects}_{i,j} + B_k \text{Regionfixedeffects}_{i,k} + B_l \text{Industryfixedeffects}_{i,l} + u_i$

Forskarna förväntar sig i studien att SPAC-företag underpresterar på lång sikt som följd av deras lägre kvalitet på bolagen. Alternativhypotesen är att SPAC-företag överpresterar på grund av SPAC-sponsorernas förmåga att identifiera målbolag genom avsevärd industrierfarenhet, yrkeserfarenhet eller starka kontaktnätverk. Därmed kunde SPAC-sponsorerna identifiera dessa ”grodor” med outnyttjad potential som sedan förvandlas till ”prinsar” med tiden.

Forskarna använder sig av två metoder för att uppmäta långsiktig prestation, dvs. händelsestudier och kalendertidsregressionen. För händelsestudien används köp-och-håll avkastningar (BHAR) och för kalendertidsregressionen implementeras femfaktorsregressionsmodeller i syfte att undkomma tvärsnittliga problem som kan föreligga vid användning av händelsestudiemetoden.

BHAR tidsperioderna är 6, 12, 24 och 60 månader och BHAR definieras enligt:

$$BHAR_i[t_1, t_2] = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{bt})$$

Dag 1 definieras som första handelsdagen för börsnoteringar eller första dagen efter SPAC-företagsförvärvet.

Tre jämförelsegrupper för händelsestudien ställs upp. Dvs. en som jämför gentemot jämförelseindexet Russell 2000 (marknaden), en som jämför gentemot industri-matchade portföljer och en som jämför gentemot en storleksbaserad portfölj.

4.1.3 *Slutsats & resultat*

Forskningsartikelns syfte utgjorde att kartlägga huruvida SPAC-företag är ett välgrundat alternativ till traditionella börsnoteringar för onoterade bolag i vars intresse föreligger en börsnotering och att sedan granska deras utveckling.

Resultaten antyder på att SPAC-förvärv möjliggör det för onoterade bolag att komma in på aktiemarknaden vid volatila marknadsförhållanden då traditionella börsnoteringar är mer svårutförda. Dessutom är SPAC-företag fördelaktiga för aktieägarna som erhåller högre "cash out-tal" än vad de hade fått ifall de hade börsnoterats på traditionellt vis. Resultaten bekräftar även Sjostrom (2007) resultat kring att företag som börsnoteras genom SPAC-företag är av lägre kvalitet och har mindre tillväxtpotentialer, högre skuldsättningsgrad och är av mindre storlek. Ytterligare visar resultaten på att SPAC-företag är mindre sannolika att erhålla investeringar från riskkapitalbolag. Dessutom tyder resultaten på att det kan dröja längre för SPAC-förvärv att utföras än traditionella börsnoteringar, speciellt innan 2010 då SPAC-regleringsverket förändrades genom Small Business JOBS Act-reformen.

Ytterligare konstateras det i forskningsartikeln att SPAC-företag underpresterar stort både över tid och genom olika metoder vilket betyder att de potentiella fördelarna som övervägdes vara möjliga inte framhävdes i denna forskningsartikel.

Forskarna hittar belägg för att inte endast att SPAC-transaktionerna underpresterar signifikant över tid gentemot alla dessa tre kategorier (marknaden, storlek och industri) utan även traditionella börslistningar. T.ex. underpresterar traditionella börsnoteringar -30 % onormal medianavkastning gentemot marknadsindexet 24 månader efter börslistningsdatumet medan SPAC-transaktioner under samma tidsperiod underpresterar gentemot marknaden med -56 % onormal medianavkastning. Prestationen är klart sämre under perioden 60 månader efter både traditionella börslistningen och SPAC-transaktionen.

Slutligen konstaterar forskarna att ytterligare forskning inom ämnesområdet är viktigt för att erhålla förståelse kring varför SPAC-företags popularitet har ökat så starkt under de senaste åren.

4.2 Dimitrova (2017): Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the "poor man's private equity funds"

Artikelns betoning ligger på att undersöka hur riskkapitalmekanismer som förekommer i SPAC-kontrakt inverkar på SPAC-företags prestation. De mest centrala riskkapitalmekanismerna i SPAC-kontrakten som analyseras är compensationen för SPAC-förvaltarna, tidsbegränsningsrestriktionerna för SPAC-förvaltarna och restriktioner kring hur mycket SPAC-förvaltarna tillåts placera i det operativa bolaget som blir uppköpt.

4.2.1 Data

Skribenten har erhållit datasamplet från flertalet källor, av vilka utgör SDC Platinum, Thomson ONE Banker, CRSP, Bloomberg, Compustat och bokslutsdata från prospekt och EDGAR.

Dataperioden som undersöks är 2004–2010 i USA. Totalt utfördes 73 SPAC-börsnoteringar där även företagsköp verkställdes inom 31 olika sektorer och 46 SPAC-börsnoteringar inom 26 sektorer, som likviderades, dvs. inget målbolag att förvärva hittades inom loppet av två år eller så förkastade aktieägarna de föreslagna målbolagen som diskuterades. Ytterligare visar skribenternas deskriptiva statistik på att SPAC-företag tenderar att förvärva bolag vars storlek är 1,9x deras egna. Dessa företagsköp tenderas att finansieras med ytterligare emitterade aktier eller skuld vid företagsköpet. Ägoandelen ligger i medeltal kring cirka 11 % för SPAC-finansiärerna efter företagsförvärvet och de innehar cirka 34 % av styrelseplatserna. I 30 % av fallen kommer VDn från SPAC-bolaget och i 52 % av fallen gör även styrelsens ordförande det vilket enligt forskningsartikeln antyder på att de utövar aktivt ägande, åtminstone strax efter SPAC-företagsförvärvet.

Eftersom signifikanta skillnader förekommer mellan ägarskapet efter SPAC-företagsförvärvet antas det i enlighet med övrig tidigare forskning att SPAC-företag används av sponsorer i två syften, dvs. antingen som en metod för att uppnå en avyttring från ägarskapet eller som ett verktyg för att erhålla tillgång till publika aktiemarknaderna. I medeltal tar det 13 månader för SPAC-bolaget att hitta ett annat företag att köpa upp.

4.2.2 Metod

Metoddelen är tudelad och skribenten undersöker både aktiemarknadsprestationen och redovisningsprestationen. Det använda jämförelseindexet utgör Russell 2000. Robusthetskontroller utförs genom att jämföra prestationen för SPAC-företag med prestationen för företag som genomgår traditionella börslistningsprocesser under samma år. Prestationen undersöks över en femårsperiod efter börslistningen

För att undersöka marknadsreaktionen från SPAC-förvärven uträknas kumulativa onormala avkastningar (CAR) över en tredagarsperiod efter förvärvsdatumet. En positiv kumulativ onormal avkastning betyder i detta fall att förvärvet var bättre än vad marknaden förväntade sig. Efter SPAC-företagets offentliggörande av det förvärvda

målbolaget genererar de en signifikant kumulativ onormal avkastning i medeltal på 1,5 % för sampelgruppen med verkställda företagsförvärv. I linje med tidigare forskning hittar skribenten att hela sampelgruppen i medeltal har en kumulativ onormal avkastning på 1 % för en tredagars tidsperiod.

BHAR utgör nedan den beroende variabeln. Den kortsiktiga prestationen mäts genom ett tredagars händelsefönster genom kumulativa onormala avkastningar efter offentliggörandet av SPAC-företagsförvärvet.

Regressionsmodellen utgör:

$$\begin{aligned} \mathbf{BHAR}_i = & \alpha + \beta_1 \mathit{Timetoacquisition}_i + \beta_2 \mathit{Timetoacquisition}^{(2)}_i + \beta_3 \mathit{Deferredfees}_i + \\ & \beta_4 \mathit{Underwriterisadviser}_i + \beta_5 \mathit{Deferfees} * \mathit{Underisadviser}_i + \beta_6 \mathit{80\%deal}_i + \\ & \beta_7 \mathit{Ownershipofsponsors}_i + \beta_8 \mathit{Ownershipofsponsors}^2_i + \beta_9 \mathit{Ownershipoftargetinsiders}_i + \\ & \beta_{10} \mathit{Ownershipoftargetinsiders}^2_i + \beta_{11} \mathit{Chairmansponsor}_i + \beta_{12} \mathit{Chairmantargetinsider}_i + \\ & \beta_{13} \mathit{CEOsponsor}_i + \beta_{14} \mathit{CEOinsider}_i + \beta_{14} \mathit{CEOdualitiesponsor}_i + \beta_{15} \mathit{CEOdualityinsider}_i + \\ & \beta_{16} \mathit{Ownershipofoldinstitutions}_i + \beta_{17} \mathit{Ownershipofnewinstitutions}_i + \\ & \beta_{18} \mathit{Ownershipofinstitutions}_i + \beta_{19} \mathit{Cashdeal}_i + \beta_{20} \mathit{Privatetarget}_i + \beta_{21} \mathit{Relativesize}_i + \\ & \beta_{22} \mathit{SPACMCAP}_i + \beta_{23} \mathit{DealValue}_i + \beta_{24} \mathit{Targetliquidityindex}_i + \beta_{25} \mathit{NCEOoptions}_i + \\ & \beta_{26} \mathit{Noutsideblockholders}_i + \beta_{27} \mathit{Percentindependentdirectors}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

En liknande analys görs även för den kortsiktiga prestationen där endast regressionsmodellens beroende variabel ändras till den kumulativa onormala avkastningen.

4.2.3 Slutsats & resultat

Långsiktiga prestationen för SPAC-företag mäts genom köp-och-håll avkastningar (BHAR) under flertalet tidsintervaller. Onormala medelavkastningen för SPAC-företag under tidsperioden är 4,4 % och för Russell 2000 indexet 2,2 %, dvs den onormala köp-och-håll avkastningen var 2,2 % för SPAC-företag företagen under den tidsperioden.

Efter att förvärvet har verkställts sjunker prestationen däremot drastiskt och respektive tidsperiod ger negativt signifikanta resultat jämfört med jämförelseindexet. Onormala avkastningen ett år efter förvärvet utgjorde i medeltal -41,0 % för bolagen i samplet medan marknaden även avkastade negativt med -1,3 % i medeltal. Som skribenterna konstaterar, så antyder detta på att investering i SPAC-förvärv har varit värdeförstörande för aktieägarna i medeltal under alla tider som har undersökts. Dessutom är prestationen för SPAC-företag ännu sämre för två år efter förvärvet vilket

är avsevärt sämre än för resultat som erhållits vid forskning kring traditionella företagsköp och fusioner.

Liknande underpresterande resultat erhålls även för skribenternas tester med matchade bolag. De erhållna resultaten indikerar på att SPAC-företag underpresterar gentemot traditionella börsnoteringar under samma år som SPAC-börsnoteringen. Resultaten visar att SPAC-börsnoteringar innehar köp-och-håll avkastningar på -51,9 % jämfört med traditionella börsnoteringar som har köp-och-håll avkastningar på 8,5 % fyra år efter börsnoteringen.

I analysen av bokföringsmässiga nyckeltal erhåller skribenten signifikant negativt resultat för avkastningen på intäkterna (vinsten/intäkter). Dessutom erhålls signifikant annorlunda resultat för rörelsemarginalen. Detta antyder på att SPAC-företagen under åtminstone de två första åren presterar både dåligt operationellt och mätt genom aktieägarvärde. Resultaten indikerar på att SPAC-företag signifikant efter företagsförvärvet underpresterar gentemot traditionella börsnoteringar operationellt. Ytterligare försämras SPAC-företag företagens operationella prestation över tid.

Ytterligare undersöks även skuldgradens inverkan i samband med SPAC-företagsförvärvens inverkan på potentiella konkurskostnadsrisker och likviditet. Efter att ha korrigerat för att SPAC-bolagen generellt har mera likvida medel i kassan tillgängliga jämfört med traditionella börsnoteringar, hittas inga signifikanta skillnader och skuldgraderna antas vara relativt liknande mellan grupperna inom samma sektorer.

Trots det så indikerar resultaten på att SPAC-företagen kontinuerligt efter förvärvet ökar skuldsättningsgraden och att de är mer skuldsatta än sin jämförelsegrupp.

I en ytterligare undersökningsmetod används återigen köp-och-håll avkastningar över en fyraårsperiod efter företagsförvärvet. Köp-och-håll avkastningen fungerar som den beroende variabeln. Den kortsiktiga prestationen mäts genom ett tredagars händelsefönster genom kumulativa onormala avkastningar efter offentliggörandet av SPAC-företagsförvärvet.

4.3 Dutta & Jog (2009): The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly

Trots att SPAC-företagstransaktioner generellt klassificeras som fusioner, påminner de mer om företagsförvärv och därför har jag i detta delkapitel valt att fokusera på långsiktig prestation av företag som genomför företagsförvärv.

Dutta & Jog (2009) artikeln undersöker långsiktiga prestationen för kanadensiska företagsförvärv under tidsperioden 1993–2002 och i det slutliga samplet inkluderas 1300 M&A-transaktioner. Forskarna använder sig av två kvantitativa forskningsmetoder varav den ena är händelsestudieanalys och den andra är kalendertidsanalys.

4.3.1 Data

Datasamplet innefattar alla kanadensiska M&A transaktioner som genomfördes 1993–2002 och där köparen var listat på Torontos aktiebörs. Datamaterialet hämtades från SDC Thomson Financial Database. Aktieavkastningsdata erhöles från CFMRC (Canadian Financial Market Research Center) databasen. Transaktioner som exkluderas utgjorde transaktioner som inte fullbordats och där köparen klassificerades som finansiell köpare. Redovisningsrelaterad information erhöles från StockGuide databasen. Forskarna erhöles organisationsmässiga variabler genom att manuellt samla in dem från respektive företags års- och kvartalsrapporter. Det slutliga samplet inkluderade 1300 M&A transaktioner.

4.3.2 Metod

Forskarnas metoddel är tudelad. Den första metoden som används är händelsestudieanalys med köp-och-håll avkastningar. För att analysera den långsiktiga prestationen för köparen efter en M&A transaktion uträknas förvärvarens förväntade avkastningar genom både referensportföljavkastningar och kontrollföretagsavkastningar.

För referensportföljavkastningarna används TSX 300 marknadsindexet och värdeviktade CFMRC indexavkastningar. För kontrollföretagsavkastningarna används matchade företag. Matchning av företag sker på basis av huruvida köparen som är listade på Toronto aktiebörsen inte har utfört företagsköp mellan 1993–2003. Därefter utförs flervariabelsregressionsanalys genom att beakta avkastningen på eget kapital i förhållande till företagsstorlek och marknad-till-bokföringsmässigavärdet.

Forskarnas andra metod är kalendertidsanalys med Fama-French trefaktormodell.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_{i1} (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{i2} \text{HML}_t + \beta_{i3} \text{SMB}_t + \epsilon_{it}, \text{ där}$$

R_{it} = Månatliga avkastningen för kalendertidsportföljen i .

HML_t = Fama-French värdepremiet mellan värde- och tillväxtaktier.,

SMB_t = Fama-French storlekseffekt vilken antar att små företag överpresterar i förhållande till större företag på lång sikt.

4.3.3 Slutsats & resultat

Händelsestudien resultat var att inga signifikanta resultat hittades på lång sikt för onormala avkastningarna. Samma resultat erhöles för kalendertidsanalysen med Fama-French trefaktorsmodell. Negativt signifikanta koefficienter erhöles för både SMB och HML Fama-French faktorerna. Negativt signifikant SMB koefficient antyder på att medelstorleken för de förvärvande bolagen i portföljen är relativt stor. Medan negativt signifikant HML koefficient antyder på att majoriteten av företagen i portföljen utgör tillväxtbolag.

4.4 Övrig tidigare forskning som är närliggande till ämnesområdet

Flertalet tidigare SPAC-forskningar har fokuserat på SPAC-företags prestation innan företagsförvärvet av det operativa bolaget. Resultaten har varit tvetydiga då resultaten har varit olika forskningsartiklarna sinsemellan. I Lewellen (2009) erhöles månatligt alfa för tidsregressionen med en fyrafaktorsmodell kring cirka 2 % mellan offentliggörandet av transaktionen och slutförandet. Totala sampelstorleken utgjorde 152 SPAC-börsnoteringar och 97 företagsförvärv.

Likaså i Ritter et al. (2021) artikeln undersöks onormala avkastningen mellan skalbolagets börslistning fram till SPAC-företagets bolagsuppköp mellan januari 2010 och maj 2018. Det erhållna resultatet antyder på att investerare uppnådde en årlig onormal avkastning på 9,3 %.

Tidigare forskning kring SPAC-företags prestation efter företagsförvärvet av det privata operativa bolaget erhåller vanligtvis resultat som indikerar på att SPAC-företag underpresterar både i förhållande till traditionella börsnoteringar och gentemot marknaden. I t.ex. Klausner (2021) artikel var den erhållna onormala medelavkastningen under en tremånadersperiod -2,9 % och -1,3 % köp-och-håll avkastning i förhållande till Russell 2000 marknadsindexet. De erhållna onormala medianavkastningarna var -14,5 % och -16,1 % i förhållande till Russell 2000 indexet under samma tidsperiod. Under senare tidsperioder som halvt år och ett år efter SPAC-företagsförvärvet var onormala medelavkastningarna -12,3 % och -34,9 %. Totala sampelstorleken i artikeln utgjorde 47 SPAC-företag mellan januari 2019 och juni 2020.

Även Jenkinson & Sousa (2011) erhåller liknande resultat som i Klausner (2021) artikeln med ett jämnviktat sampel. Den erhållna onormala medelavkastningen var -24 % efter ett halvt år och -55 % efter tolv månader.

4.5 Sammanfattning av tidigare forskningar

Sammanfattning för ämnesområdets mest relevanta forskningsartiklar åskådliggörs i tabell 2 nedan.

Tabell 2 Sammanfattning över relevanta tidigare forskningsartiklar

Forskare	Syfte	Data	Metod	Resultat
Kolb & Tykvová (2016)	Undersöka SPAC-transaktioners prestation över tid och granska huruvida SPAC-transaktioner är intressanta för privata bolag som överväger börsnotering.	236 SPAC-transaktioner och 127 SPAC-förvärv i USA. 3149 traditionella börsnoteringar. Tidsperioden är 2003-2015.	OLS-regression, faktorregression och tvärsnittsregression.	SPAC-transaktioner underpresterar både över tid och oberoende av metod.
Dimitrova (2017)	Undersöka hur riskkapitalsmekanismer som förekommer i SPAC-transaktioner inverkar på SPAC-företags prestation.	73 SPAC-transaktioner under tidsperioden 2003-2010 i USA.	Tvärsnittsregression och OLS-regression.	SPAC-transaktioner underpresterar både över tid och oberoende av metod.
Dutta & Jog (2009)	Undersöka långsiktiga prestationen för kanadensiska företagsförvärv.	1300 företagsförvärv i Kanada under tidsperioden 1993-2002.	Händelsestudieanalys och faktorregression.	Ingen signifikant negativ långsiktig prestation hittades.

5 DATA

I denna del av avhandlingen redogörs det för avhandlingens datamaterial inklusive insamlingsprocessen och avgränsningarna.

För att läsaren ska erhålla en övergripande bild kring datasamplet som har tagits fram till denna avhandling kommer jag i detta kapitel att presentera både hur data inhämtats inklusive den tillhörande deskriptiva statistiken.

Samplet består av börsnoteringar och förvärv gjorda mellan 1.1.2004–31.12.2019. Dessa transaktioner har inhämtats från FactSet, EDGAR och Dimitrova (2017). Viktigt att notera är att avhandlingen endast beaktar SPAC-företag som har genomfört ett förvärv och således exkluderas SPAC-företag vars strävan efter att hitta målbolag har misslyckats och därmed likviderats.

Data för kalendertidsanalysen inhämtas från Kenneth R. French nätsidan och dessa kompletteras med likviditetsfaktorer i linje med (Kolb & Tykvová, 2016) forskningen från Pastor & Stambaugh hemsidan.

5.1 Datainsamling

För att erhålla data kring SPAC-förvärv utförda innan JOBS Act-reformen trädde i kraft har data även erhållits från Dimitrova (2017) forskningsartikeln, ytterligare har börsnoteringsdata samlats från FactSet. För att bekräfta att företaget köpt upp ett annat bolag har internetsökningar, granskningar från SDC Platinum och EDGAR genomförts.

SPAC-datasamplet har insamlats från både FactSet och Refinitiv Eikon där börslistningsdatumet har erhållits. Förvärvsdatumet har sedan erhållits genom internetsökningar där datumet har kunnat bekräftas utifrån både publikt tillgängliga nyhetsartiklar och från amerikanska finansinspektionens arkiv. Den initiala SPAC-sampelstorleken är 144 bolag (inklusive före och efter JOBS Act-reformen). Det har även dubbelkollats för varje enskild SPAC-transaktion ifall det utgjorde SPAC-bolag. Dubbelkollen har utförts genom både internetsökningar och genom att manuellt gå genom data från SPACResearch.com, SPACInsider.com och EDGAR.

Det initiala kontrollsamplet utgjorde 2701 observationer. Kontrollsamplet som används utgör traditionella börslistningar från samma tidsperiod. Eftersom endast operationella företags prestation är av intresse för denna avhandlings jämförelsesyfte exkluderas avyttringar (*eng. carve-outs*), skalbolag, direktlistningar, fonder, ”best-effort basis” och

aktiebolagisering. Baserat på denna exkludering utgör det slutliga kontrollsamplet för traditionella börsnoteringar 975 bolag efter JOBS Act-reformen och 1462 bolag innan JOBS Act-reformen, dvs. 2155 bolag vilket reflekteras ur figur 7. Aktieprisdata är baserat på total avkastning för att bättre reflektera eventuella dividender och aktiesplittar som kan ha uppkommit för observationerna. Även Russell 2000 jämförelseindexdata är baserat på total avkastning.

Det totala antalet SPAC-transaktioner innan exkluderingarna utgjorde 154 bolag varav 10 stycken transaktioner exkluderades på grund av orsaker som bristfällig data, avsaknad av data och likvidation.

Viktigt att poängtera är att samplet är utsatt för både överlevnadsbias (*eng. survivorship bias*) och urvalsfel (*eng. selection bias*) i och med att SPAC-transaktioner där varken förvärv gjorts efter att skalbolaget har börslistats eller SPAC-transaktioner där SPAC-bolaget helt enkelt har likviderats innan ett lämpligt målbolag hittats exkluderas. Enligt Chauvier och Tan (2020) likviderades endast cirka 10 % av alla SPAC-skalbolag efter 2015 vilket betyder att datasamplet efter JOBS Act-reformen inte drabbas lika hårt som datasamplet innan JOBS Act-reformen. Tyvärr existerar urvalsfel och det går inte att göra någonting åt saken eftersom data inte är tillgängligt för likviderade SPAC-bolag.

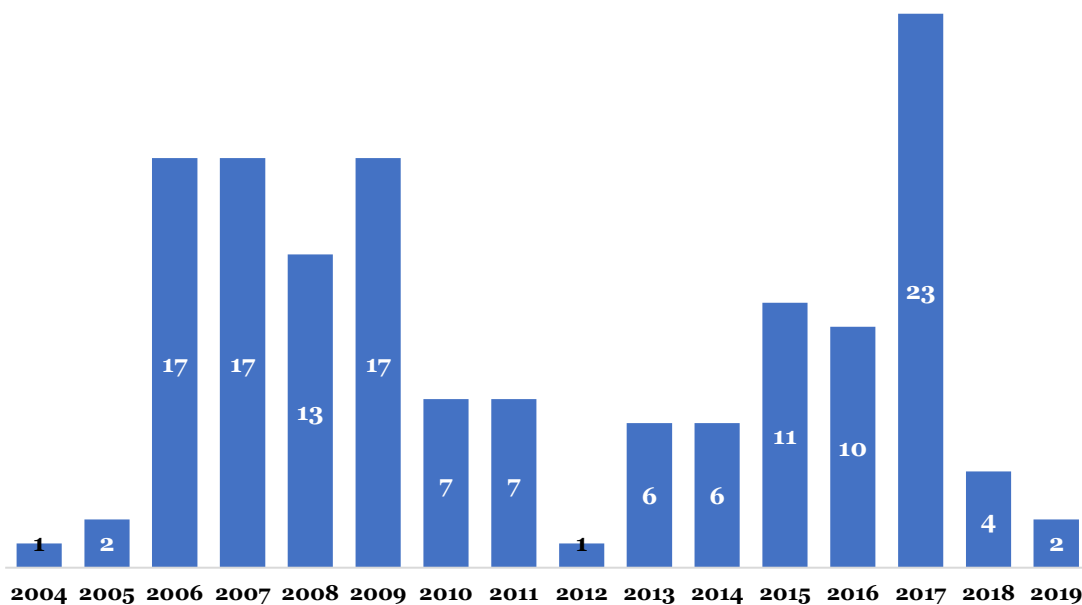
I det slutliga datasamplet finns det 81 SPAC-företag före JOBS Act-reformen vid 12 månader efter SPAC-förvärvet. För tidsperioden efter JOBS Act-reformen vid 12 månader efter SPAC-förvärvet finns det i datasamplet 63 SPAC-företag. I kontrollsamplet finns det 975 bolag som genomgått traditionell börsnotering före JOBS Act-reformen och 1180 bolag som genomgått traditionell börsnotering efter JOBS Act-reformen vid 12 månader efter traditionella börsnoteringen. Det använda marknadsindexet som utgjorde Russell 2000 har inhämtats från FactSet och används både för SPAC-transaktionerna och traditionella börsnoteringarna.

5.2 Deskriptiv statistik

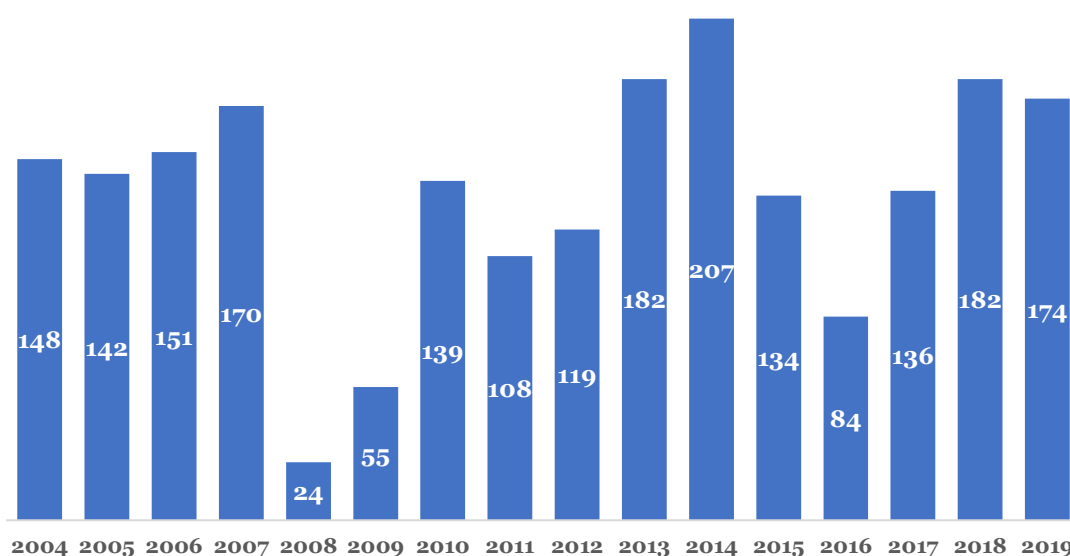
I detta delkapitel redogör jag för avhandlingens deskriptiva statistik. Det slutgiltiga datasamplet består av totalt 144 SPAC-transaktioner varav 81 innan JOBS Act-reformen och 63 efter JOBS-Act reformen. I figur 5 nedanom åskådliggörs fördelningen av SPAC-transaktionerna utförda på årlig basis under åren som omfattar denna avhandlingens tidsperiod. Viktigt att notera i figur 5 nedanom är att hänvisningen berör SPAC-företagsköp, dvs. då SPAC-skalbolaget köpt upp ett operativt bolag varefter bolaget börsnoterats. Datumet för SPAC-skalbolagets börsnotering reflekteras inte ur figur 6.

Från figur 6 syns det att innan JOBS Act-reformen utfördes SPAC-företagsförvärv mest strax innan finanskrisen 2008–2009 medan SPAC-transaktioner efter finanskrisen 2008–2009 uppnådde högst aktivitet 2017.

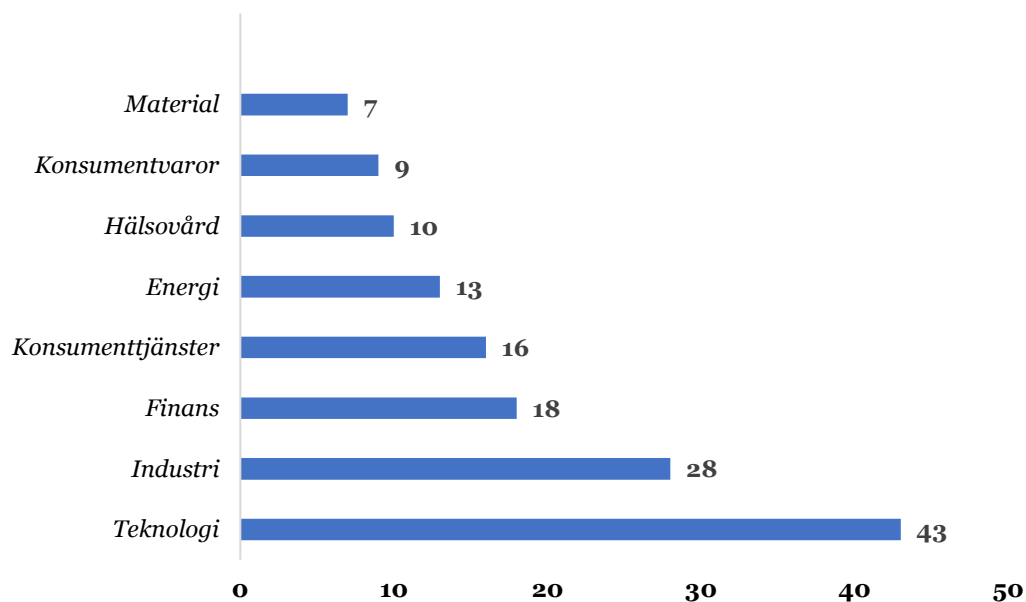
Figur 5 Antalet SPAC-transaktioner i undersökningsperiodens datasampel



I figur 6 nedanom har kontrollsamplet för traditionella börsnoteringar åskådliggjorts. Minst transaktioner genomfördes under finanskrisen 2008–2009 innan JOBS Act-reformen medan flest transaktioner efter JOBS Act-reformen genomfördes 2014 i mitt datasampel.

Figur 6 Antalet traditionella börsnoteringar i undersökningsperiodens datasampel

I figur 7 nedanom syns industrifördelningen för SPAC-transaktionerna. Intressant att notera är att cirka 30 % av alla SPAC-transaktioner under hela tidsperioden utgjorde teknologibolag.

Figur 7 SPAC-transaktioner per industri

6 METOD

I detta kapitel redogörs det för de relevanta metoderna som används. Metoden är tudelad och den första metoden som redogörs för är händelsestudieanalysen medan den andra metoden som presenteras är kalendertidsanalys. Kapitlet diskuterar även modellantaganden relaterade till respektive metod och hypoteser som är anknutna till metoderna.

6.1 Händelsestudieanalys

Metoddelens första test för att granska ifall det finns en skillnad mellan SPAC-transaktioner och traditionella börsnoteringars onormala avkastning före och efter JOBS Act-reformen 2012 utgör händelsestudieanalys.

En av de mest centrala aspekterna att fundera kring är valet av tidsperiod för händelsestudieanalysen (MacKinlay, 1997). Tidsperioden bör inkludera både datumet då t.ex. SPAC-skalbolaget förvärvat ett operativt bolag (dagen då händelsen äger rum) och slutdatumet för intervallet som ämnas undersökas. Detta möjliggör analys kring huruvida den specifika händelsen haft en inverkan på aktiepriset under den forskade tidsperioden.

Avsikten med att använda händelsestudieanalys är att undersöka hur SPAC-transaktionerna avkastar i förhållande till Russell 2000 marknadsindexet och sedan granska hur traditionella börslistningar presterar i förhållande till samma marknadsindex.

Dag ett för transaktionen definieras som dagen då det fusionerade bolaget, dvs. bolaget som uppkom som följd av SPAC-transaktionen, tas upp för publik handel. År ett definieras som dag 365 osv. Samma tillvägagångssätt gäller för marknadsjämförelseindexet.

6.1.1 Parametriska tester - BHAR och tvåsampels t-test för köp-och-håll avkastningar

För att undersöka prestationen på lång sikt används köp-och-håll avkastningar. Denna metod har varit flitigt använt i tidigare forskningar kring traditionella börsnoteringars prestation på lång sikt såsom (Levis, 2011 & Ritter, 1991).

Metoddelens första test för att granska ifall det finns en skillnad mellan SPAC och traditionella börsnoteringarnas onormala avkastning (BHAR) före och efter JOBS Act-

reformen 2012 utgör tvåsampels t-test. Användningen av denna metod är motiverad eftersom det utgör en lämplig metod att använda för att undersöka ifall onormala avkastningarna är signifikanta. De konventionella signifikansnivåerna kommer att tillämpas i denna avhandling. De tre signifikansnivåerna är 1 %, 5 % och 10 %.

För att använda parametriska tester bör antingen datamaterialet vara normalfördelat (datamaterialet = $BHAR_i [t_1, t_2]$) eller så bör datasamplet vara tillräckligt stort och då behöver datamaterialet inte vara normalfördelat.

T-testerna kommer att undersöka ifall det förekommer en skillnad mellan **onormala medelavkastningen** för SPAC-företag jämfört med traditionella börsnoteringar (icke-SPAC-företag)

Metodantaganden: Ett fundamentalt antagande för t-test är att sampelstorleken är stor (centralgränssatsens antagande om sampelstorlekar som överstiger 30) eller att datasamplet är normalfördelat.

- i) Ifall sampelstorleken N är liten behövs normalfördelning
- ii) Ifall sampelstorleken N är stor behövs inte normalfördelning

6.1.2 Icke-parametriska tester – Enkelsidigt Mann-Whitney test

Mann-Whitney testet utgör ett alternativ till de parametriska t-testerna. Vid användning av Mann-Whitney test behövs det inte antas att datamaterialet är normalfördelat. Eftersom antagandet kring normalfördelning inte behövs utgör Mann-Whitney test en insiktsfull metod för att erhålla ytterligare insikter kring huruvida det förekommer skillnader mellan två undersökta sampelgrupper. Mann-Whitney testet används för att granska skillnaden mellan två gruppvisa medianer (Harris och Hardin, 2013). Alternativhypotesen för Mann-Whitney testet utgör att gruppernas medianer inte överensstämmer med varandra medan nollhypotesen är att gruppernas medianer överensstämmer med varandra. Även Kolb & Tykvová (2016) använder sig av Mann-Whitney testet. Kolb & Tykvová (2016) använder sig av Mann-Whitney testet för att granska ifall det förekommer skillnader mellan SPAC-samplet och traditionella börsnoteringssamplet.

Mann-Whitney testet kommer att undersöka ifall det förekommer en skillnad mellan **onormala medianavkastningen** för SPAC-företag jämfört med traditionella börsnoteringar (icke-SPAC-företag).

Metodantaganden: sampelstorleken är stor.

6.2 Kalendertidsanalys

Till skillnad från den traditionella köp-och-hållanalysen vars slutsatser erhålls från tvärsnittlig analys så tar kalendertidsanalysen i beaktan diverse händelsers inverkan på en SPAC-sampelportfölj och en sampelportfölj för traditionella börsnoteringar. Ytterligare kommer det i jämförelsesyfte att användas en hedgad portfölj (lång minus kort position i portföljen).

Denna metod kommer till skillnad från Kolb & Tykvová (2016) att dela in perioderna i före JOBS Act-reformen och efter JOBS Act-reformen.

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + s_pSMB_t + h_pHML_t + m_pMOM_t + l_iLIQ_t + u_{pt},$$

där

R_{pt} = Portföljavkastningen p vid tidpunkten t (antingen portföljer för SPAC-företag eller bolag som genomgått traditionella börsnoteringar),

R_{ft} = Riskfria räntan vid tidpunkten t (amerikanska statsobligationer),

$R_{pt} - R_{ft}$ = Överavkastningen för portföljen vid tidpunkt t,

$(R_{mt} - R_{ft}), SMB_t, HML_t, MOM_t, LIQ_t$ = Värdena på de fem faktorerna vid tidpunkt t,

u_{pt} = Modellens felterm för portfölj p vid tidpunkten t, $u_{pt} \sim WhiteNoise(0, \sigma_p^2)$,

α_p = Den förväntade riskjusterade portföljavkastningen för portfölj p,

R_{mt} = Värdeviktade portföljvärdet för alla företag på relevanta börser (NYSE, AMEX och NASDAQ),

SMB_t = Skillnaden mellan avkastningen för portföljer med små bolag jämfört med portföljer med stora bolag,

HML_t = Skillnaden mellan avkastningen för portföljer med höga bok-till-marknadsvärden och portföljer med låga bok-till-marknadsvärden,

MOM_t = Skillnaden mellan portföljavgkastningar mellan hög tidigare avkastningsportföljer och låg tidigare avkastningsportföljer,

LIQ_t = Skillnaden mellan portföljavgkastningar med låg omsättning och portföljer med hög omsättning.

Likt Kolb & Tykvova (2016) kommer jämnviktade portföljer att användas. Analysen kommer även att göras skilt för SPAC-företag och traditionella börsnoteringsbolag innan och efter JOBS Act-reformen.

6.2.1 Metodantaganden

Viktiga antaganden som bör göras vid sådana här former av tidsregressioner utgör:

- i) Feltermen måste vara normalfördelad ifall sampelstorleken T är liten och om T är stort behövs inte normalfördelningsantagelser
- ii) Feltermen måste utgöra vitt brus (*eng. white noise*). Autokorrelation kontrolleras för i feltermerna genom residualer
- iii) Feltermen måste vara homoskedastisk. Heteroskedasticitet kontrolleras för i feltermerna genom att använda residualer

Ifall något av antagandena inte håller tillämpas HAC standardfel för kalendertidsregressionerna.

6.3 Hypoteser

I detta delkapitel introduceras avhandlingens hypoteser som denna avhandling undersöker och strävar efter att besvara.

I linje med vad som hittades i Kolb & Tykvová (2016) förväntas SPAC-företag vara av lägre kvalitet och kvalitén antas ha blivit sämre då allt fler bolag av lägre kvalitet utnyttjat möjligheten att börslistas genom SPAC-struktur.

6.3.1 Hypoteser för händelsestudienanalysen

Hypotes H1 (enkelsidig hypotes för SPAC-företag)

$H_0: \mu \geq 0$: Onormala avkastningen för SPAC-företag i USA före/efter JOBS Act-reformen är noll eller positiv

$H_1: \mu < 0$: Onormala avkastningen för SPAC-företag i USA före/efter JOBS Act-reformen är negativ

Hypotes H2 (enkelsidig hypotes för traditionella börsnoteringar)

$H_0: \mu \geq 0$: Onormala avkastningen för bolag som genomgått traditionella börsnoteringar i USA före/efter JOBS Act-reformen är noll eller positiv

$H_1: \mu < 0$: Onormala avkastningen för bolag som genomgått traditionella börsnoteringar i USA före/efter JOBS Act-reformen är negativ

Hypotes H3 (enkelsidig hypotes för jämförelse mellan SPAC-företag och traditionella börsnoteringar)

$H_0: \mu_{IPO} - \mu_{SPAC} \leq 0$: Skillnaden mellan den onormala avkastningen för bolag som genomgår traditionella börsnoteringar och den onormala avkastningen för SPAC-företag i USA före/efter JOBS Act-reformen är noll eller negativ (SPAC-företag underpresterar inte i förhållande till bolag som genomgår traditionella börsnoteringar)

$H_1: \mu_{IPO} - \mu_{SPAC} > 0$: Skillnaden mellan den onormala avkastningen för bolag som genomgår traditionella börsnoteringar och den onormala avkastningen för SPAC-företag i USA före/efter JOBS Act-reformen är positiv (SPAC-företag underpresterar i förhållande till bolag som genomgår traditionella börsnoteringar)

Alla ovannämnda hypoteser är tudelade på basen av ifall transaktionen är genomförd före eller efter JOBS Act-reformen.

6.3.2 Hypoteser för kalendertidsanalysen

Hypotes K1-K2 (enkelsidig hypotes för SPAC-portföljen och IPO-portföljen)

$H_0: \alpha_p \geq 0$: Den förväntade riskjusterade onormala avkastningen för portfölj p är noll eller positiv

$H_1: \alpha_p < 0$: Den förväntade riskjusterade onormala avkastningen för portfölj p är negativ

Hypotes K3 (enkelsidig hypotes för hedgade portföljen)

$H_0: \alpha_p \leq 0$: Den förväntade riskjusterade onormala avkastningen för portfölj p är noll eller negativ

$H_1: \alpha_p > 0$: Den förväntade riskjusterade onormala avkastningen för portfölj p är positiv

Alla ovannämnda hypoteser är tudelade på basen av ifall transaktionen är genomförd före eller efter JOBS Act-reformen.

7 RESULTAT

I denna del av avhandlingen introduceras resultaten från både händelsestudieanalyserna och kalendertidsregressionerna. De erhållna resultaten jämförs även med resultat från tidigare relevanta jämförbara forskningar. Alla tidsserieregessioner har korrigerats med Newey-West standardfel för autokorrelation.

Avhandlingens definierade signifikansnivåer är:

- i) 1 % signifikans betecknas = ***
- ii) 5 % signifikans betecknas = **
- iii) 10 % signifikans betecknas = *

7.1 Resultaten för händelsestudieanalyserna

I linje med både Kolb & Tykvová (2016) och Dimitrova (2017) erhöles negativt signifikanta resultat för både SPAC-företagstransaktioner och för traditionella börsnoteringar i förhållande till Russell 2000 marknadsindexet vilket kan läsas från tabell 3 och 4.

Anmärkningsbart för SPAC-företagstransaktioner är att prestationen försämrats efter JOBS Act-reformen både med tanke på onormala medelavkastningen och onormala medianavkastningen. Ytterligare är det intressant att notera att prestationen är klart sämre över tid för både SPAC-företagstransaktioner och traditionella börsnoteringar speciellt med tanke på onormala medianavkastningen. Samma sak kan konstateras för onormala medelavkastningen för SPAC-företagstransaktioner men sambandet är oklarare för traditionella börsnoteringar och speciellt efter att JOBS Act-reformen lagstodgades.

Resultaten från det icke-parametriska Mann-Whitney testet var signifikant på 1 % nivå under alla tidsperioder innan JOBS Act-reformen vilket antyder på att signifikant skillnad råder mellan medianerna för SPAC-transaktioner och traditionella börsnoteringar. Signifikanta resultat från Mann-Whitney testet erhöles även för tidsperioden efter JOBS Act-reformen för alla tidsperioder förutom för 36 månaders tidsperioden. Signifikanta underprestationen gentemot traditionella börsnoteringar håller i sig oberoende av tidsperiod eller huruvida transaktionen var utförd innan eller

efter JOBS Act-reformen 2012. Signifikanta resultat erhöles även för hypotes 3. Dessa resultat kan läsas från tabellerna 3 och 4.

Förutom att SPAC-transaktionerna underpresterar gentemot traditionella börsnoteringar så underpresterar de även gentemot marknadsindexet under alla avhandlingens tidsperioder.

Resultaten från t-testerna innan JOBS Act-reformen var signifikanta på 1 % signifikansnivå vilket tyder på att SPAC-transaktioner signifikant underpresterat gentemot jämförelsegruppen traditionella börsnoteringar under alla tidsperioder innan JOBS Act-reformen. Även det icke parametriska Mann-Whitney testet bekräftar samma resultat och tolkning över respektive tidsperiod innan JOBS Act reformen.

Resultaten från t-testerna efter JOBS Act-reformen var signifikanta på 5 % signifikansnivå under alla tidsperioder förutom för 48 och 60 månader efter transaktionerna, dock var även 60 månaders tidsperioden nära att vara signifikanta på 10 % nivå då 24 månader efter transaktionerna hade ett p-värde som uppgick till 0,14. Det icke-parametriska Mann-Whitney tester bekräftar samma resultat och tolkning över flera tidsperioder efter JOBS Act-reformen, dock erhålls inte signifikant resultat för 36 månaders tidsperioden för hypotes 1.

Resultaten för händelsestudieanalysen var även i linje med Dimitrova (2017) där medianen för SPAC-transaktioner två år efter fusionen var -72,2 % och medeltalet under den tidsperioden -56,3 %. Resultaten som erhöles från denna avhandlingens händelsestudieanalys under den tidsperioden var -41,33 % onormal medelavkastning och -36,89 % onormal medianavkastning innan JOBS Act-reformen medan prestationen efter JOBS Act-reformen under två år efter fusionen var -33,04 % onormal medelavkastning och -50,77 % onormal medianavkastning.

7.1.1 Hypoteserna 1 och 2

H_0 förkastas för hypotes 1 eftersom onormala avkastningen för SPACs är signifikant negativ under alla tidsperioder innan JOBS Act-reformen mätt genom både onormala medianavkastningen och onormala medeltalsavkastningen. Efter JOBS Act-reformen förkastas nollhypotesen för 48- och 60 månader mätt genom onormala medelavkastningen. Z-värdet för hypotes 1 och 2 efter JOBS Act-reformen är även insignifikant under tidsperioden 36 månader.

H_0 förkastas för hypotes 2 baserat på onormala medelavkastningen för traditionella börsnoteringar innan JOBS Act-reformen. H_0 förkastas även för onormala medianavkastningen innan JOBS Act-reformen. Efter JOBS Act-reformen förkastas H_0 för onormala medianavkastningen under alla tidsperioder förutom för 36 månaders tidsperioden medan den inte kan förkastas för H_0 för onormala medelavkastning under 12, 24 och 60 månaders tidsperioderna.

Tabell 3 Köp-och-håll avkastningar innan JOBS Act-reformen

SPAC-BHAR innan JOBS Act-reformen																
	Medelvärde	Median	N	Medelvärde	Median	N	Hyp.1 t-värde	Hyp.2 t-värde	Hyp.3 t-värde	Hyp.1 p-värde	Hyp.2 p-värde	Hyp.3 p-värde	Hyp. 1-2 z-värde	Hyp. 3 z-värde	Hyp. 1-2 WMW test p-värde	Hyp.3 WMW test p-värde
12 mån	-22,22 %	-19,04 %	81	-0,25 %	-7,24 %	975	-3,59	-1,33	3,91	0.00***	0,18	0.00***	-1,92	3,32	0,05**	0,00***
24 mån	-41,33 %	-36,89 %	78	-0,81 %	-13,34 %	948	-5,10	-0,86	5,84	0.00***	0,39	0.00***	-3,09	5,22	0,00***	0,00***
36 mån	-58,28 %	-59,43 %	76	-6,68 %	-20,06 %	899	-6,52	-1,77	6,92	0.00***	0,08*	0.00***	-3,31	6,03	0,00***	0,00***
48 mån	-73,48 %	-78,45 %	69	-19,11 %	-30,34 %	856	5,50	-2,19	6,28	0.00***	0,03**	0.00***	-2,36	4,81	0,02**	0,00***
60 mån	-73,57 %	-86,14 %	67	-11,04 %	-34,78 %	821	-5,37	-0,04	5,64	0.00***	0,97	0.00***	-1,80	4,33	0,07*	0,00***

Tabell 4 Köp-och-håll avkastningar efter JOBS Act-reformen

SPAC-BHAR efter JOBS Act-reformen																
	Medelvärde	Median	N	Medelvärde	Median	N	Hyp.1 t-värde	Hyp.2 t-värde	Hyp.3 t-värde	Hyp.1 p-värde	Hyp.2 p-värde	Hyp.3 p-värde	Hyp. 1-2 z-värde	Hyp. 3 z-värde	Hyp. 1-2 WMW test p-värde	Hyp.3 WMW test p-värde
12 mån	-23,46 %	-34,60 %	63	-6,40 %	-9,99 %	1180	-2,80	-4,00	2,40	0.01***	0,00***	0.01***	-3,65	2,81	0,00***	0,01***
24 mån	-33,04 %	-50,77 %	61	-14,63 %	-17,44 %	1176	-2,28	-5,02	1,11	0.03**	0,00***	0,13	-4,24	4,31	0,00***	0,00***
36 mån	-30,72 %	-60,65 %	49	-16,02 %	-26,23 %	1173	-3,14	-3,78	1,00	0.00***	0,00***	0,16	-1,38	2,25	0,17	0,03**
48 mån	-76,60 %	-94,98 %	44	-12,15 %	-29,37 %	1170	-0,63	-2,60	5,34	0,53	0.01***	0.00***	-3,00	2,96	0,00***	0,00***
60 mån	-90,70 %	-105,48 %	38	-10,06 %	-37,45 %	1168	-1,49	-1,97	5,29	0,14	0.05**	0.00***	-3,12	-3,46	0,00***	0,00***

7.2 Resultaten för kalendertidsregressionerna

I linje med Kolb & Tykvová (2006) erhöles signifikanta och negativa estimat för alfa-värdena under flera tidsperioder för SPAC-portföljerna innan och efter JOBS Act-reformen.

I den andra kalendertidsanalysen som analyserar tidsperioden efter JOBS Act-reformen erhöles negativt signifikanta estimat för alfan för IPO portföljerna exklusive för 60 månaders tidsperioden efter JOBS Act-reformen och även för SPAC-portföljen under 24- och 48 månader för SPAC-samplet som representerar sampelgruppen efter JOBS Act-reformen vilket reflekteras i tabell 5.

Resultaten för alfa-estimaterna tangerar Kolb & Tykvová (2016) forskningsartikeln eftersom alfa-estimaterna är negativa under respektive tidsperioder både innan och efter att JOBS Act-reformen trädde i kraft. Dock är alfa-estimaterna inte negativt signifikanta för alla tidsperioder.

En annan intressant sak att notera är att marknadsbeta för traditionella börsnoteringar huvudsakligen är högre än för SPAC-företagstransaktioner vilket indikerar speciellt efter JOBS Act-reformen att de vore mindre riskfyllda än investeringar i en jämförbar marknadsportfölj.

Eftersom korrelationen mellan SPAC-företagstransaktioner både innan och efter JOBS Act-reformen antar positiva koefficientvärden med storleksportföljen SMB kan det konstateras att företag som går SPAC-rutten huvudsakligen är storleksmässigt mindre än bolag som genomgår traditionella börsnoteringar och att korrelationen därmed vore positiv i förhållande till generella utvecklingen för bolag av mindre storlek i USA. Storleksportföljen har positivt signifikant korrelation med traditionella börsnoteringar under flera tidsperioder både innan och efter JOBS Act-reformen vilket reflekteras ur tabellerna 5 och 6. Positivt signifikanta resultaten för SPAC-transaktioner erhöles för 12, 36 och 60 månader för tidsperioden innan JOBS Act-reformen medan traditionella börsnoteringar erhöles positivt signifikanta resultat för 48 och 60 månader innan JOBS Act-reformen vilket reflekteras ur tabell 6. För tidsperioden efter JOBS Act-reformen kan resultaten urläsa från tabell 5 att positivt signifikanta koefficientvärden för storleksportföljen erhöles för traditionella börsnoteringar under tidsperioden 24- och 48 månader efter börsnoteringen för storleksportföljen.

Då man granskar korrelationen mellan SPAC-transaktionerna och HML portföljen, dvs. värdeportföljen kan man notera att koefficientvärdet huvudsakligen är negativ både för SPAC-transaktioner och traditionella börsnoteringar vilket tyder på att både SPAC-transaktioner och traditionella börslistningssamplet främst består av bolag som kan kategoriseras som tillväxtbolag. Denna negativa korrelation är mer konstant för SPAC-transaktioner då endast 24 månader innan JOBS Act-reformen (tabell 6) och 36 månader efter JOBS Act-reformen (tabell 5) antar positiva koefficientvärden och därmed utgör de undantag i förhållande till övriga SPAC-transaktionstidsperioderna. Traditionella börsnoteringar hade signifikanta resultat 24- och 60 månader efter JOBS Act-reformen (tabell 5). Eftersom både SPAC- och traditionella börslistningssamplingsgrupperna både innan och efter JOBS Act-reformen huvudsakligen antar negativa koefficientvärden för värdeportföljen (HML) innebär det att både samplingsgrupperna i medeltal består av bolag som kan klassificeras som tillväxtbolag.

Eftersom storleken på momentumfaktorkoefficienten huvudsakligen är negativt signifikant på 1 % signifikansnivå 24 månader efter SPAC-transaktionen och i övrigt huvudsakligen antar negativt koefficientvärde innebär det att SPAC-transaktioner är till en högre grad korrelerade med företag som presterar sämre. Även traditionella börsnoteringars momentumfaktor antog huvudsakligen innan JOBS Act-reformen negativa värden men SPAC-transaktioners negativa koefficientvärde och storlek var mer konsistent vilket reflekteras ur tabell 6.

Likviditetsfaktorn antog huvudsakligen negativa koefficientvärden efter JOBS Act-reformen (tabell 6) medan resultaten var mer tvetydiga innan JOBS Act-reformen (tabell 5). Eftersom koefficientvärdena efter JOBS Act-reformen för SPAC-transaktioner huvudsakligen är negativa innebär det att avkastningen sjunker då likviditeten ökar.

Likt BHAR för onormala avkastningarna erhöles således signifikant negativa resultat för respektive tidsperiod före JOBS Act-reformen för SPAC-företag men resultaten efter JOBS Act-reformen är mer tvetydiga och inte lika klara.

Sammanfattningsvis är resultaten långt i linje med Kolb & Tykvová (2016) vilket indikerar att företag av lägre kvalitet har haft en benägenhet att utnyttja denna tämligen nya börslistningsmetod. Resultaten bekräftar därmed även att SPAC-företag underpresterar gentemot traditionella börsnoteringar både på medellång- och lång sikt åtminstone innan JOBS Act-reformen. Investerare som placerar sina medel i SPAC-företag efter JOBS Act-reformen verkar åtminstone på medellång sikt prestera bättre än

innan reformen men på lång sikt indikerar resultaten på att underprestationen efter reformen rentav har ökat märkbart.

Slutligen är det anmärkningsvärt att förklaringsgraderna för traditionella börslistningstidsperioderna huvudsakligen är högre och robustare än förklaringsgraderna för SPAC-transaktioner, dock är det fullt möjligt att SPAC-samplets avsevärt mindre storlek är en starkt bidragande faktor till förklaringsgradernas skillnader.

	Innan JOBS Act-reformen SPAC-företag					Innan JOBS Act-reformen IPOs				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	12 mån	24 mån	36 mån	48 mån	60 mån	12 mån	24 mån	36 mån	48 mån	60 mån
Intercept (alfa)	-0,01 (0,87)	-0,01** (0,01)	-0,01** (0,02)	-0,01 (0,20)	-0,01 (0,55)	0,07* (0,06)	-0,01 (0,47)	-0,01* (0,10)	0,04*** (0,00)	0,03 (0,78)
RMRF	0,48*** (0,00)	0,03** (0,04)	0,52*** (0,00)	0,31*** (0,00)	0,56*** (0,00)	0,64*** (0,00)	0,96*** (0,00)	0,51*** (0,00)	0,63 (0,46)	0,50 (0,90)
SMB	0,36*** (0,00)	0,03 (0,66)	0,17* (0,10)	0,27 (0,26)	0,27* (0,10)	-0,00 (0,98)	0,15 (0,44)	0,26 (0,15)	0,30* (0,07)	0,46** (0,04)
HML	-0,06 (0,50)	0,07 (0,13)	-0,13* (0,07)	-0,11 (0,52)	-0,66** (0,01)	-0,07 (0,49)	-0,11 (0,48)	0,16 (0,19)	0,41 (0,36)	-0,03 (0,97)
MOM	-0,01 (0,76)	-0,03 (0,47)	-0,05 (0,16)	-0,01 (0,99)	-0,20 (0,13)	-0,05 (0,32)	-0,10 (0,16)	0,04 (0,28)	0,67*** (0,00)	-0,17 (0,63)
LIQ	-0,01 (0,93)	-0,02 (0,30)	-0,05* (0,06)	0,01* (0,10)	0,06 (0,28)	0,08* (0,10)	-0,03 (0,70)	-0,05 (0,17)	0,26*** (0,00)	-0,18 (0,47)
R ²	0,75	0,20	0,71	0,37	0,64	0,74	0,81	0,78	0,40	0,38
T	60	52	40	28	16	60	52	40	28	16

Tabell 5 Faktorregressioner innan JOBS Act-reformen

	Efter JOBS Act-reformen SPAC-företag					Efter JOBS Act-reformen IPOs				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	12 mån	24 mån	36 mån	48 mån	60 mån	12 mån	24 mån	36 mån	48 mån	60 mån
Intercept (alfa)	-0,01 (0,25)	-0,01 (0,12)	-0,01 (0,19)	-0,01 (0,62)	-0,02 (0,43)	-0,03*** (0,00)	-0,02*** (0,00)	-0,01* (0,05)	-0,01*** (0,00)	-0,02 (0,20)
RMRF	0,01 (0,85)	0,13** (0,02)	0,32** (0,02)	0,06* (0,64)	0,27 (0,37)	0,47** (0,05)	0,58*** (0,00)	0,96** (0,03*)	0,16** (0,01)	0,92*** (0,00)
SMB	0,07 (0,36)	-0,12 (0,18)	0,02 (0,95)	0,35 (0,40)	0,34 (0,77)	0,26 (0,23)	0,23** (0,04)	0,25 (0,13)	0,32** (0,04)	0,84 (0,14)
HML	-0,16 (0,11)	-0,13** (0,03)	0,27 (0,38)	-0,30 (0,29)	-0,38 (0,59)	-0,19 (0,45)	-0,26*** (0,00)	0,14 (0,29)	0,00 (0,99)	1,50** (0,04)
MOM	0,12 (0,11)	-0,19*** (0,00)	-0,07 (0,76)	-0,20 (0,19)	-0,32 (0,62)	-0,15** (0,46)	0,02 (0,91)	0,23* (0,17)	0,28 (0,17)	0,12 (0,72)
LIQ	-0,04 (0,21)	-0,11** (0,02)	0,03 (0,87)	-0,07 (0,58)	-0,51** (0,05)	0,16 (0,10)	-0,05 (0,25)	0,04 (0,54)	0,27*** (0,00)	0,24 (0,27)
R ²	0,19	0,43	0,24	0,28	0,54	0,52	0,48	0,59	0,30	0,44
T	92	81	69	55	45	92	81	69	55	45

Tabell 6 Faktorregressioner efter JOBS Act-reformen

7.2.1 Hypoteserna

Eftersom kalendertidsregressions resultat som erhöles innan JOBS Act-reformen var signifikanta på 5 % nivå under 24 och 36 månader efter SPAC-transaktionen förkastas nollhypotesen $H_0: \alpha_p \geq 0$ och alternativhypotesen $H_1: \alpha_p < 0$ håller.

För samma hypotes under tidsperioden efter JOBS Act-reformen kan nollhypotesen inte förkastas efter SPAC-förvärvet. Dock är alfa-estimatet för 24 månader efter SPAC-transaktionen nästan signifikant på 10 % nivå då p-värdet är 0,12.

7.3 Resultaten för hedgade portföljerna

I påföljande analys konstrueras en hedgad portfölj som innebär att en lång position intas i en IPO jämnviktad portfölj medan en kort position tas i en jämnviktad SPAC-portfölj. De erhållna resultaten från denna analys bekräftar SPAC-bolagens underprestation gentemot traditionella börsnoteringar. Hedgade portföljerna har gjorts upp i likhet med Kolb & Tykvová (2016) och är konstruerade som en lång position i en jämnviktad traditionell börslistningsportfölj och en kort position i en jämnviktad SPAC-bolagsportfölj. Bolagsportföljerna är konstruerade på månatlig basis.

Ur tabell 7 och 8 kan det utläsas att alfa-estimatet är positiva under alla tidsperioder och signifikanta under alla tidsperioder både innan och efter JOBS Act-reformen förutom under tidsperioden 60 månader innan JOBS Act-reformen. Från hedgade portföljerna kan man antyda att om man investerar i en portfölj som är konstruerad enligt lång position i en jämnviktad traditionell börslistningsportfölj och en kort position i en jämnviktad SPAC-portfölj så kan investerare generera positiva alfa-värden.

Storleksportföljen antar positivt signifikant resultat på 10 % nivå under 12 månader efter JOBS Act-reformen vilket reflekteras i tabell 8 medan negativt signifikant resultat erhålls för 60 månader efter transaktionen på 1 % signifikansnivå. Positivt signifikant resultat erhöles även för storleksportföljen 12 månader efter transaktionen innan JOBS Act-reformen på 5 % nivå.

Värdeportföljen erhöles positivt signifikant resultat på 10 % nivå för 12 månader och på 1 % nivå för 60 månader för portföljen alla traditionella börsnoteringar minus alla SPAC-transaktioner och efter JOBS Act-reformen. Negativt signifikant resultat erhöles för värdeportföljen under tidsperioden 24 månader efteråt på 5 % nivå.

Momentumfaktorn antog negativt signifikant resultat innan JOBS Act-reformen på 5 % nivå medan negativt signifikanta resultat för momentumfaktorn även erhöles efter JOBS Act-reformen för tidsperioderna 36 månader på 10 % nivå och 60 månader på 1 % nivå. Under 12 månader efter transaktionen erhöles positivt signifikant resultat på 10 % nivå.

Innan JOBS Act-reformen Alla IPOn – Alla SPAC-företag					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	12 mån	24 mån	36 mån	48 mån	60 mån
Intercept (alfa)	0,02** (0,05)	0,02* (0,06)	0,02*** (0,01)	0,04*** (0,01)	0,01 (0,19)
RMRF	-0,24 (0,28)	1,03*** (0,00)	0,28* (0,06)	-0,42 (0,20)	0,33 (0,34)
SMB	0,58** (0,03)	-0,02 (0,88)	0,30 (0,25)	0,23 (0,72)	-0,17 (0,72)
HML	-0,35 (0,38)	-0,08 (0,44)	0,43 (0,26)	0,79 (0,21)	0,29 (0,62)
MOM	-0,52** (0,02)	-0,05 (0,49)	0,12 (0,13)	0,31 (0,36)	-0,17 (0,70)
LIQ	-0,20*** (0,00)	0,02 (0,71)	-0,09 (0,13)	0,23 (0,25)	-0,25 (0,12)
R ²	0,25	0,75	0,27	0,11	0,09
T	60	52	40	28	16

Tabell 7 Faktorregressioner innan JOBS Act-reformen – hedgade portföljer

Efter JOBS Act-reformen Alla IPOn – Alla SPAC-företag					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	12 mån	24 mån	36 mån	48 mån	60 mån
Intercept (alfa)	0,07*** (0,01)	0,06** (0,05)	0,04** (0,01)	0,03*** (0,01)	0,02*** (0,00)
RMRF	-0,09 (0,73)	0,49 (0,36)	0,07 (0,90)	-0,27 (0,21)	1,29*** (0,00)
SMB	0,48* (0,06)	-0,03 (0,98)	-0,29 (0,84)	0,01 (0,97)	-1,39*** (0,00)
HML	0,85* (0,06)	-1,44** (0,03)	-1,16 (0,35)	0,71 (0,19)	1,64*** (0,00)
MOM	0,60*** (0,00)	-1,36 (0,17)	-0,94* (0,10)	0,35 (0,21)	-0,21*** (0,00)
LIQ	-0,28 (0,31)	0,15 (0,69)	0,70 (0,27)	-0,55** (0,03)	0,90*** (0,00)
R ²	0,14	0,28	0,09	0,46	0,71
T	92	81	69	55	45

Tabell 8 Faktorregressioner efter JOBS Act-reformen – hedgade portföljer

7.3.1 Hypoteserna

Eftersom resultaten från de hedgade portföljerna som erhöles innan JOBS Act-reformen var signifikanta för 12, 24, 36 och 48 månader efter SPAC-förvärvet kan nollhypotesen för de tidsperioderna förkastas och alternativhypotesen håller, dvs. förväntade

riskjusterade onormala avkastningen för portfölj p är positiv. Samma sak gäller för tidsperioden efter JOBS Act-reformen men för alla tidsperioder.

8 DISKUSSION

Avhandlingens syfte var att undersöka och jämföra den långsiktiga prestationen för SPAC-företag och traditionella börsnoteringar i USA före och efter JOBS Act-reformen.

Vid dagens läge är fortfarande forskningslitteraturen kring SPAC-företag tunn vilket förklaras av att fenomenet egentligen först under de senaste åren ägnats uppmärksamhet av forskare inom finansiell ekonomi. Eftersom fenomenet innehåller element av olika listningsformer samt riskkapital och egentligen utgör en hybrid mellan dessa två kategorier, har både teoridelen och resultatdiskussionen strävat efter att koppla ihop dessa grupper.

Även om också tidigare forskning undantagslöst riktat sig på den amerikanska marknaden har denna avhandling bidragit med insikter som är svåråtkomliga från databaser och ytterligare bidragit med aktuellare data och ökat förståelsen för hur SPAC-prestationen förändrats och presterat även efter JOBS Act-reformen i USA.

Detta kapitel redogör för potentiell kritik som kan riktas mot avhandlingen varefter förslag till framtida forskning diskuteras. Slutligen diskuteras både resultatens tillförlitlighet och studiens resultat jämförs med tidigare forskningars dito.

8.1 Kritik mot forskningen

Kalendertidsanalysens 60 månaders SPAC-sampel efter JOBS Act-reformen är fortfarande litet eftersom de sista transaktionerna som varit möjliga att inkludera i avhandlingen genomfördes 31.12.2019, dvs. flertalet SPAC-transaktioner som utfördes under den tidsperiod då SPAC-företag fortfarande uppnådde den högsta aktiviteten hittills uteslöts då denna avhandlings kortaste tidsintervall utgör 1 år efter SPAC-transaktionen.

Vid analysen av köp-och-håll avkastningarna hade SPAC-prestationen även kunnat jämföras gentemot direkta referensbolag. Trots att detta skulle bidra med intressanta insikter och att Kolb & Tykvová (2016) utförde denna typs analys anser jag inte att det i en redan utförlig datainsamlingsprocess är motiverbart att göra den ännu mer extensiv genom den sortens metod.

Ytterligare hade det även varit intressant att se om resultaten för BHAR-analysen hade varit annorlunda om andra marknadsindex hade använts istället för endast Russell

2000. Då endast ett marknadsindex används finns det en risk för att resultaten snedvrids på grund av marknadsindexvalet.

Ett annat tänkbart tillägg till händelsestudieanalysen hade varit att i stil med Kolb & Tykvová (2016) använda industri-index för att rättvisare jämföra företags prestation mot en mer relevant jämförelsegrupp än gentemot ett brett marknadsindex som Russell 2000.

8.2 Förslag på framtida forskning

Trots att tidigare forskning och media kritiserat både SPAC-företag underprestation och de ofördelaktiga incitamentstrukturerna för externa investerare (inklusive att denna avhandling bekräftade underprestationen) har fenomenet inte visat tecken på avmattning utan både volymen och antalet transaktioner har expanderat kraftigt.

I och med att fenomenet är relativt outforskat som helhet finns det åtskilliga förslag för framtida skribenter. Stor kontribution kunde uppnås genom att vänta några år på att fler SPAC-företagsköp utförs i Europa och följaktligen utföra en liknande studie som denna på den europeiska marknaden.

Övriga förslag är att göra denna studie på nytt i USA om några år då sampelstorleken blivit större och tillförlitligare slutsatser därmed kan göras på basis av SPAC-prestationen efter JOBS Act-reformen.

Ett annat forskningstema kunde vara att analysera de privata operativa bolagen som SPAC-skalbolagen förvärvar. Analysen kunde basera sig på karaktärsdragen hos dessa operationella bolag och hur de presterade innan SPAC-företagsförvärvet jämfört med efter SPAC-företagsförvärvet. Ytterligare kunde SPAC-grundarnas karaktärsdrag analyseras genom att använda olika proxyn för att analysera vilka faktorer som har en positiv inverkan på SPAC-prestationen. Proxyn kunde bland annat erhållas genom både kvalitativ information genom intervjuer med personer som har stark SPAC-kännedom eller sedan genom kvantitativ information.

8.3 Resultatens tillförlitlighet

Som tidigare konstaterades så är de erhållna resultaten från kalendertidsanalyserna tvivelaktiga med tanke på de små sampelstorlekarna speciellt på lång sikt efter JOBS Act-reformen.

Ytterligare finns det givetvis nackdelar med t.ex. köp-och-håll avkastningsmetoden jämfört med ifall den kumulativa onormala avkastningsmetoden hade använts vilket delvis kunde ha en förvrängande effekt på avhandlingens resultat inom den sektionen.

Dessutom kan indexvalet ha en avgörande effekt på de erhållna köp-och-håll avkastningarna. Denna avhandling har använt Russell 2000 indexet i linje med tidigare studier men resultaten kunde kontrolleras gentemot andra index för att granska ifall märkbara resultatmässiga skillnader förekommer. Russell 2000 indexet är ett index för de 2000 minsta aktierna på Russell 3000 indexet (vilket omfattar nästan alla publika aktieföretag i USA) (Investopedia, 2021).

8.4 Jämförelse med tidigare forskningar

Antalet tidigare forskningar som genomförts kring SPAC-företag är fortfarande relativt litet och forskning inom ämnesområdet är tämligen nytt. Denna avhandling har bidragit med insikter kring SPAC-företag långsiktiga prestation under 2000-talet och framförallt under 2010-talet efter JOBS Act-reformen som anses ha haft en stor inverkan på tillväxtbolags möjligheter att börslistas och laginstiftningen har även bidragit till att alltmer sudda ut avvikelserna mellan privata och publika marknader.

Resultaten som erhöles i denna avhandling är långt i linje med Kolb & Tykvová (2016) händelsestudieanalys och kalendertidsregressioner och denna avhandling har inspirerats av just deras forskningsartikel till stor del.

Fastän SPAC-transaktioner underpresterar gentemot marknaden finns det klara skillnader inom samplet. T.ex. Hennessy Capital Acquisition Corporation som förvärvade den globala skolbusstillverkaren Blue Bird för 490 miljoner amerikanska dollar överpresterade med klara marginaler gentemot marknaden och presterade en onormal avkastning som uppgick till 57,1 % under tidsperioden 60 månader efter SPAC-transaktionen. Även Dimitrova (2017) kom fram till samma slutsats att även om SPAC-transaktioner som helhet underpresterar finns det undantag inom gruppen som överpresterar och genererar positiv onormal avkastning. Även brittiska banken Barclays (2020) hittade i deras analys att större SPAC-transaktioner presterar bättre än mindre SPAC-transaktioner både mätt genom medelavkastningen och medianavkastningen.

Trots att SPAC-transaktioner inte är något nytt fenomen har transaktionsformen utvecklats över tid och blivit en alltmer sofistikerad börslistningsmetod. Metoden har speciellt utvecklats från ett juridiskt perspektiv och SPAC-bolag underpresterade

signifikant gentemot marknaden under de studerade tidsperioderna och speciellt på lång sikt vid jämförelse mellan tidsperioderna för innan JOBS Act-reformen och efter. Därmed kan det konstateras att mindre bolag av lägre kvalité utnyttjat möjligheten att bli publika genom SPAC-transaktioner.

Eftersom sista observationerna för att mäta 60 månaders prestationen efter JOBS Act-reformen erhöles vid slutet av 2015 reflekteras inte fullkomligt JOBS Act-reformen och dessutom uteblir prestationen för SPAC-bolag som börslistades under året med störst aktivitet, dvs. under 2020.

Trots de relativt små sampelstorlekarna för SPAC-transaktioner speciellt på lång sikt är resultaten konsistenta och SPAC-transaktioner presterar sämre än traditionella börsnoteringar oberoende av den utvalda metoden.

9 SAMMANFATTNING

Under de senaste åren har SPAC-företag utgjort ett hett samtalsämne i finansvärlden och speciellt i USA. Även om börslistningsmetodens anor härrör från 1700-talet och tiden under söderhavsbubblan så erhöll fenomenet aldrig uppmärksamhet i lika hög grad som under de senaste åren.

SPAC-transaktioner har erbjudit operationella bolag ett annorlunda sätt att börslistas och speciellt moderna SPAC-transaktioner har fått ett klart bättre rykte jämfört med SPAC-transaktioner under 1990- och början av 2000-talet. Jobs Act-reformen bidrog till att bolag som vanligtvis hade klassificerats som alltför riskfyllda, ostabila och oftast inom teknologisektorn, plötsligt hade en möjlighet att börslistas. Börslistning av dessa ofta snabbväxande teknologibolag har möjliggjort för många investerare att allokera kapital till investeringar på aktiemarknaden som typiskt sett hade klassificerats som onoterade riskkapitalinvesteringar innan JOBS Act-reformen.

Under de två senaste årtiondena har fenomenet utvecklats i takt med att finansmarknaderna blivit mer reglerade och skyddande för investerare. Parallellt med harmoniseringen och minskningen av regulativa skillnader mellan privata och publika aktiemarknader har SPAC-företag blivit ett intressant alternativ i allt högre grad för tillväxtbolag och fenomenet har under 2021 expanderat både till Europa och Norden.

Trots att SPAC-företag på basis av denna och tidigare studier underpresterat jämfört med traditionella börsnoteringar tyder framväxten av dessa på att investerare i allt högre grad önskar att investera i tillväxtbolag och att de efterlängtar både mer dynamiska börslistningsprocesser och mindre underprissättning vilket varit frekvent ihopkopplat med investeringsbankernas tendens att underprissätta initialemissioner.

Graden av underprestation är i linje med Kolb & Tykvová (2016) och man kan konstatera att SPAC-företag presterar avsevärt sämre än traditionella börsnoteringar. Trots SPAC-företag svaga prestation i förhållande till jämförelseindex har de under de senaste åren uppnått rekordhöga nivåer mätt enligt volym och medelstorlek vilket antyder på att det finns övriga underliggande faktorer som kan tänkas bidra till att SPAC-företag inte förväntas bli ett tillfälligt fenomen på de globala finansiella marknaderna.

Fenomenet har även för endast en månad sedan kommit till Finland då Virala Acquisition Company börslistades på Helsinki NASDAQ huvudlistan. Även de övriga nordiska länderna exklusive Island har godkänt SPAC-börsnoteringar och gjort upp

nationella regelverk. Även i Norge börslästades det första SPAC-skälbolaget under juni, 2021. Namnet på det börslästade norska SPAC-skälbolaget var Viking ACQ 1 AS och börslästningen skedde på Euronext Growth Oslo (Viking Venture, 2021). Vid skrivande stund (26.6.2021) finns det sammanlagt fem stycken SPAC-bolag som redan är noterade eller påväg att bli noterade på de Nordiska aktiemarknaderna.

Även om SPAC-börslästningsaktiviteten har sjunkit under sommarmånaderna finns det en möjlighet att SPAC-börslästningar inte endast förblir ett temporärt fenomen utan att SPAC-börslästningar kommer att kvarstå som ett tänkbart alternativ till rätt bolag vid rätt tidpunkt i deras livscykel. SPAC-fenomenets plats som finansieringsalternativ vid speciellt tillväxtskedet och mognadsskedet (*eng. buyout stage*) var något som Johannes Schulman tog upp vid en presskonferens där börslästningsplanerna för Virala Acquisition Company klargjordes. (Virala Acquisition Company, 2021)

KÄLLFÖRTECKNING

- Berk, J. & DeMarzo, P.M. (2017). *Corporate Finance*. 4th Global edition. Harlow: Pearson.
- Brealey, R., Myers, S. (2003). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.
- Choe, H., Masulis, W., Nanda, V. (1993): "Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 1, nr. ,s. 3-31.
- Degeorge, F., Martin, J. och Phalippou, L. (2016), "On secondary buyouts", *Journal of Financial Economics*, 120(1), pp. 124-145.
- Dimitrova (2017): "Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the "poor man's private equity funds". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 63, nr 1, s. 99-120.
- Dutta, S., Jog, V. (2009): "The long-term performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, p. 1400-1412.
- Feldman, D.N. (2018): "Reverse Mergers: And Other Alternatives to Traditional IPOs": *Financing Your Growth Business Following the JOBS Act*. Newark: John Wiley & Sons.
- Kim, H. (2009). "Essays on management quality, IPO characteristics and the success of business combinations". *LSU Doctoral Dissertations*.
- Kolb & Tykvová (2016): "Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 40, s. 80-96.
- Metrick & Yasuda (2010): "The Economics of Private Equity Funds". *Review of Financial Studies*, Vol. 23, nr. 6, s. 2303-2341.

Schumacher (2020): "A new development in private equity: The rise and progression of special purpose acquisition companies in Europe and Asia". *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 40, nr 3, s. 391-416.

Sjostrom, W.K (2007). "The truth about reverse mergers". *Entrepreneurial business law journal*, Vol. 2, s.743-759.

Elektroniska källor:

Arvopaperi. (2021). "SPAC listautumisten lähtökohdat eivät näytä sijoittajalle lupaavilta – Huimaan suosioon noussut listautumismalli tulee myös Helsingin pörssiin". Tillgänglig: <https://www.arvopaperi.fi/uutiset/spac-listautumisten-lahtokohdat-eivat-nayta-sijoittajalle-lupaavilta-huimaan-suosioon-noussut-listautumismalli-tulee-myoos-helsingin-porssiin/8c4f7cf8-3e2e-421a-bc2f-3b6723cbc237>. Hämtad: 14.2.2021

Asquith & Rock. (2011). "A Test of IPO Theories Using Reverse Mergers". Tillgänglig; https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1959124_code17370.pdf?abstractid=1737742&mirid=1. Hämtad: 8.4.2021

Avanza. (2021). "Oljecomeback, Svenskt SPAC och IPO-överhettningen". Tillgänglig: <https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2021/02/16/oljecomeback-svenskt-spac-och-ipo-overhettningen.html>. Hämtad: 12.2.2021

Bain & Company. (2021). "Global Private Equity Report 2021". Tillgänglig: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain_report_2021-global-private-equity-report.pdf. Hämtad: 26.4.2021

Barclays. (2020). "U.S. Equity Linked Strategies". Tillgänglig: https://howardlindzon.com/wp-content/uploads/2020/11/Barclays_US_Equity_Linked_Strategies_SPAC_Metamorphosis-1.pdf. Hämtad: 20.07.2021

Benzinga. (2021). "How To Buy SPAC Warrants". Tillgänglig: <https://www.benzinga.com/money/how-to-buy-spac-warrants/>. Hämtad: 14.07.2021

- Bloomberg. (2020). "SPAC-företag aren't cheaper than IPOs yet" Tillgänglig:
<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-07-27/SPAC-företag-aren-t-cheaper-than-ipos-yet>. Hämtad: 26.4.2021
- Bloomberg Law. (2020) "SPAC Lifecycle and Considerations for Private Companies".
Tillgänglig: <https://www.troutman.com/images/content/2/7/272572/2020-November-Bloomberg-SPAC-Lifecycle-and-Considerations-fo.pdf>. Hämtad: 26.4.2021
- Bloomberg. (2021). "SEC SPAC Probe – How Investment Banks Are Exploiting the Frenzy". Tillgänglig: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-03-26/sec-spac-probe-how-investment-banks-are-exploiting-the-frenzy>. Hämtad: 27.4.2021
- Bridge Point Capital. (2021). "SPAC vs Traditional IPO & Reverse Takeover".
Tillgänglig: <http://18.218.104.51/spac-vs-ipo/>. Hämtad: 28.4.2021
- Business Insider (2020). "A SPAC is a high-risk but potentially profitable way to get in on the ground floor of a new stock – here's everything investors need to know".
Tillgänglig: <https://www.businessinsider.com/what-is-a-spac?r=US&IR=T>.
Hämtad: 10.2.2021
- Business Times (2020). "The shortcomings and hidden costs of SPAC-företag".
Tillgänglig: <https://www.businesstimes.com.sg/opinion/the-shortcomings-and-hidden-costs-of-SPAC-företag>. Hämtad: 9.2.2021
- Börsvärlden (2021). "Rådgivare till SPAC-bolagen svårt att hitta PIPE-finansiering"
Tillgänglig: <https://borsvarlden.com/artiklar/radgivare-till-spac-bolagen-svart-att-hitta-pipe-finansiering-ft>. Hämtad: 14.07.2021
- CFO.com (2020). "Special Report: SPAC-företag – They're Back" Tillgänglig:
<https://www.cfo.com/capital-markets/2020/12/special-report-SPAC-företag-theyre-back/>. Hämtad: 9.2.2021
- CNBC (2021). "Tech investor Klaus Hommels launches \$332 million SPAC in Europe"
Tillgänglig: <https://www.cnbc.com/2021/02/17/lakestar-founder-klaus-hommels-launches-europes-first-tech-spac.html>. Hämtad: 18.2.2021

- CNBC (2021). "The SEC says never invest in a SPAC based solely on a celebrity's involvement" Tillgänglig: <https://www.cnbc.com/2021/03/10/the-sec-says-never-invest-in-a-spac-based-solely-on-a-celebritys-involvement-.html>. Hämtad: 12.4.2021
- CNBC (2021). "Lloyd Blankfein on how the SPAC rush could go wrong for investors" Tillgänglig: <https://www.cnbc.com/2021/01/25/lloyd-blankfein-on-how-the-spac-rush-could-go-wrong-for-investors.html>. Hämtad: 26.4.2021
- Crunchbase (2020). "SPAC vs Traditional IPO: Investors See Benefits of Blank-check Companies" Tillgänglig: <https://news.crunchbase.com/news/spac-vs-traditional-ipo-investors-see-benefits-of-blank-check-companies/>. Hämtad: 23.2.2021
- D'Alvia, D. (2021). "Dulcis in fundo: A Re-thinking of SPAC-företag, and the SPAC-företag' Promote" Tillgänglig: <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2021/03/10/dulcis-in-fundo-a-re-thinking-of-SPAC-företag-and-the-SPAC-företag-promote/>. Hämtad: 10.4.2021
- Dagens Industri. (2020). "NYSE tar tillbaka "IPO tronen" från Nasdaq" Tillgänglig: <https://www.di.se/nyheter/nyse-tar-tillbaka-ipo-tronen-fran-nasdaq/>. Hämtad: 28.4.2021
- EDHEC Business School Working Paper Series (2018). "SPAC IPOs" Tillgänglig: https://www.edhec.edu/sites/www.edhec-portail.pprod.net/files/working_paper_-_spac_ipos_-_yochanan_shachmurove_-_milos_vulanovic.pdf. Hämtad: 20.2.2021
- EisnerAmper (2021). "SPAC Warrants: 8 Frequently Asked Questions" Tillgänglig: <https://www.eisneramper.com/spac-warrants-faqs-0421/>. Hämtad 25.07.2021
- Espinasse, P. (2014). IPO Banks: Pitch, Selection and Mandate. Palgrave Macmillan Limited
- Exigen (2020). "SPAC Due Diligence: What Matters and Why" Tillgänglig: <https://www.exiger.com/perspectives/spac-due-diligence-what-matters-and-why/>. Hämtad: 14.07.2021

Financial Times (2020). "The Spac race: Wall St banks jostle to get in on hot new trend" Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/1681c57d-e64d-4f58-b099-8885e85a708e>. Hämtad: 23.2.2021

Fondia (2021). "Public Listing". Tillgänglig: <https://virtuallawyer.fondia.com/en/articles/public-listing>. Hämtad: 20.07.2021

Founders Circle (2020). "SPAC – An Alternative Route To Going Public" Tillgänglig: <https://www.founderscircle.com/spac-an-alternate-route-to-going-public/>, Hämtad: 7.4.2021

Goldman Sachs Global Macro Research (2021). "To of Mind – The IPO SPAC-tacle" Tillgänglig: <https://www.goldmansachs.com/insights/pages/top-of-mind/the-ipo-spac-tacle/report.pdf>. Hämtad 4.4.2021

Harvard Business Law Review (2012). "SPAC-företag and the JOBS Act-reformen" Tillgänglig: <https://www.hblr.org/2012/10/SPAC-företag-and-the-jobs-act/#:~:text=The%20law%20has%20long%20confined,funds%20and%20private%20equity%20funds>. Hämtad: 26.4.2021

Holon IQ (2020). "How SPAC mergers work" Tillgänglig: <https://www.holoniq.com/how-spac-mergers-work/>. Hämtad: 22.2.2021

Houlihan Lokey (2021). "Current Trends in SPAC Transactions" Tillgänglig: <https://www.bclplaw.com/images/content/1/9/v2/198461/BCLP-HL-Presentation-SPAC-Transactions-Feb-10-2021.pdf>. Hämtad: 12.4.2021

Insead Knowledge (2021). "Reverse Mergers Went Bust. Will SPACs Follow?" Tillgänglig: <https://knowledge.insead.edu/economics-finance/reverse-mergers-went-bust-will-spacs-follow-16246>. Hämtad: 22.07.2021

Institutional Investor (2020). "SPAC Costs Are 'Far Higher' Than Previously Realized, Study Finds". Tillgänglig: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1pmdfb3gd69pw/SPAC-Costs-Are-Far-Higher-Than-Previously-Realized-Study-Finds>. Hämtad 28.4.2021

Investopedia (2021). "Russell 2000 Index" Tillgänglig:
<https://www.investopedia.com/terms/r/russell2000.asp>. Hämtad: 23.4.2021

Jaipuria (2021). "SPAC-företag and their consequences" Tillgänglig:
<https://tanay.substack.com/p/SPAC-företag-and-their-consequences>. Hämtad:
10.4.2021

Jog & Sun (2007): "Blank Check IPOs: A Home Run for Management" Tillgänglig:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1018242. Hämtad:
19.2.2021

Layne & Lenahan (2018): "Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction"
Tillgänglig: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>. Hämtad: 21.07.2021

Lewellen, S. (2009): "SPAC-företag as an Asset Class" Tillgänglig:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999. Hämtad:
14.2.2021

Lexology. (2020). "10 Key Considerations for Going Public with a SPAC" Tillgänglig:
<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=e4421e20-117b-4b5a-af43-cd06c2bc869b>. Hämtad: 12.2.2021

MarketWatch (2021). "Opinion: How to find the most promising SPACs and dodge the hidden dangers" Tillgänglig: <https://www.marketwatch.com/story/how-to-find-the-most-promising-spacs-and-dodge-the-hidden-dangers-11614345007>.
Hämtad: 27.4.2021

Martindale-Avvo. (2011). "SPAC-företag 2.0: New SPAC Rules Changes Approved By NASDAQ And NYSE AMEX And New Market Features Make SPAC-företag A More Attractive Investment Vehicle In 2011" Tillgänglig:
https://www.martindale.com/legal-news/article_sheppard-mullin-richter-hampton-llp_1258884.htm. Hämtad: 27.4.2021

Mayer Brown. (2020). "What's the deal?" SPAC-företag Tillgänglig:
<https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives->

events/publications/2020/08/whats-the-deal--SPAC-företag.pdf. Hämtad: 23.2.2021

Mayer Brown. (2020). "Traditional IPO vs. Merging with a SPAC" Tillgänglig: <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2020/08/whats-the-deal--SPAC-företag.pdf>. Hämtad: 28.4.2021s

Medium (2020). "SPAC Is the New Black" Tillgänglig: <https://medium.datadriveninvestor.com/spac-is-the-new-black-296947838e2e>. Hämtad 23.2.2021

NASDAQ (2020). "The SPAC Trend Now Has Its Own ETF" Tillgänglig: <https://www.nasdaq.com/articles/the-spac-trend-now-has-its-own-etf-2020-10-02>. Hämtad 2.10.2020

New York Times. (2020). "The Year in Deals Can be Summed Up in 4 Letters" Tillgänglig: <https://www.nytimes.com/2020/12/19/business/dealbook/deals-mergers-acquisitions-2020.html>. Hämtad: 29.4.2021

Passador. M. (2021). "In Vogue Again: The Re-Rise of the SPAC-företag in the IPO market" Tillgänglig: https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3824908_code2620416.pdf?abstractid=3820957&mirid=1. Hämtad: 12.4.20s21

Pillsbury Winthrop Shaw Pittman LLP (2021). "SEC Takes Aim at SPAC-företag" Tillgänglig: <https://www.jdsupra.com/legalnews/sec-takes-aim-at-spac-företag-2320757/>. Hämtad: 26.4.2021

Pitchbook (2021). "For companies courted by SPACs, the deal doesn't always go to the highest bidder" Tillgänglig: <https://pitchbook.com/news/articles/for-companies-courted-by-spacs-the-deal-doesnt-always-go-to-the-highest-bidder>. Hämtad 24.7.2021

PYMNTS.com (2021). "SPAC birthed from LVMH + Former UniCredit CEO" Tillgänglig:
<https://www.pymnts.com/news/investment-tracker/2021/spac-birthed-from-lvmh-former-unicredit-ceo/s>. Hämtad: 17.2.2021

PwC (2020). "Why companies are joining the SPAC boom" Tillgänglig:
https://www.pwc.com/us/en/services/deals/blog/spac-boom.html?WT.mc_id=CT1-PL50-DM1-TR1-LS2-ND30-PR6-CN_DealsAlwaysOn-s. Hämtad: 16.2.2021

PwC (2021). "Earnout provisions in SPAC mergers" Tillgänglig:
https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/in_depths/2021/domestic_spac_mergers/domesticspacmergers/earnout-prov-spac-merg.html. Hämtad: 23.4.2021

Realtid (2021). "Lakestars 275 miljoner euro-SPAC "en isbrytare för fler SPAC-transaktioner i Europa"" Tillgänglig: <https://www.realtid.se/lakestars-275-miljoner-euro-spac-en-isbrytare-fler-spac-transaktioner-i-europa>. Hämtad: 19.2.2021

Red Herring (2020). "Is This the Second Dot Com Bubble?" Tillgänglig:
<https://www.redherring.com/enterprise/is-this-the-second-dot-com-bubble/>. Hämtad: 22.2.2021

Roschier (2021). "SPAC-företag are coming to the Stockholm Stock Market" Tillgänglig:
<https://www.roschier.com/newsroom/SPAC-företag-are-coming-to-the-stockholm-stock-market/>. Hämtad: 21.2.2021

SEC.gov (2018). "Exchange Act Reporting and Registration" Tillgänglig:
<https://www.sec.gov/smallbusiness/goingpublic/exchangeactreporting>. Hämtad: 18.07.2021

SEC.gov (2021). "How SPAC-Offs Can Sweeten Merger Deals" Tillgänglig:
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1801170/000119312520290484/d937844d425.htm>. Hämtad: 20.07.2021

Shanda Consult (2020). "SPAC-företag - How does it work?" Tillgänglig:
<https://shandaconsult.com/SPAC-företag/SPAC-företag-how-does-it-work/>.
Hämtad: 7.4.2021

Sifted (2021). "Is it time for more SPAC-företag in Europe?" Tillgänglig:
<https://sifted.eu/articles/SPAC-företag-europe/>. Hämtad: 3.4.2021

Skadden (2021). "The Year of the SPAC" Tillgänglig:
<https://www.skadden.com/insights/publications/2021/01/2021-insights/corporate/the-year-of-the-spac>. Hämtad: 22.2.2021

S&P Global (2020). "PE firms increasingly consider blank check mergers for portfolio companies" Tillgänglig: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/pe-firms-increasingly-consider-blank-check-mergers-for-portfolio-companies-61111821>. Hämtad: 23.2.2021

The Verge (2020). "SPACs, Explained" Tillgänglig:
<https://www.theverge.com/21502700/spac-explained-meaning-special-purpose-acquisition-company>. Hämtad: 22.07.2021

U.S. Securities And Exchange Commission (2020). "What You Need to Know About SPAC-företag – Investor Bulletin" Tillgänglig: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-SPAC-företag-investor-bulletin>. Hämtad 8.4.2021

Viking Venture (2021). "Viking Venture is establishing the first Norwegian SPAC" Tillgänglig: <https://vikingventure.com/viking-venture-is-establishing-the-first-norwegian-spac/>. Hämtad 22.07.2021

Virala Acquisition Company (2021). "Virala Acquisition Company Oyj" Tillgänglig:
<https://worksup.com/viralaacquisitioncompany/#/event/agenda/plan>. Hämtad: 22.07.2021

Wharton Magazine (2021). "The Lifecycle of a SPAC" Tillgänglig:
<https://magazine.wharton.upenn.edu/digital/lifecycle-of-a-spac/>. Hämtad 23.4.2021

**BILAGA 1 TOPPRANGORDNADE INVESTERINGSBANKERNAS
MARKNADSANDELAR I USA FÖR SPAC BÖRSNOTERINGAR (2003–
2020)**

Placering	Investeringsbank	Marknadsandel
1	Credit Suisse	14,70 %
2	Citigroup	13,11 %
3	Cantor Fitzgerald	10,35 %
4	Goldman Sachs	8,80 %
5	Deutsche Bank	7,90 %
6	Jefferies	5,43 %
7	UBS	4,92 %
8	Morgan Stanley	4,49 %
9	BofA Securities	4,16 %
10	EarlyBird Capital	3,82 %

**BILAGA 2 TOPPRANGORDNADE INVESTERINGSBANKERNAS
MARKNADSANDELAR ENLIGT TRANSAKTIONSVOLYM FÖR SPAC-
FÖRETAG**

Placering	Investeringsbank	Transaktionsvolym (\$m)
1	Goldman Sachs	59 951,2
2	Credit Suisse	54 181,7
3	Citigroup	51 804,0
4	Deutsche Bank	50 243,5
5	Morgan Stanley	32 957,6
6	BofA Securities	31 165,3
7	JP Morgan	28 143,0
8	UBS	22 457,0
9	Barclays	21 120,0
10	Cantor Fitzgerald	17 843,1