

Samenvatting van RBA-scriptie

Rendementen van SPAC's en reguliere IPO's voor een limited partner in private equity tijdens de lock up periode

Sander Rijpma RBA is Performance Analyst bij Caceis Investor Services

In 2021 krijgt de Special Purpose Acquisition Company (SPAC) veel aandacht in de financiële media vanwege het feit dat er eind maart 2021 in de Verenigde Staten al meer geld is opgehaald met SPAC beursgangen dan in heel 2020. Een SPAC is een onderneming die nog geen commerciële bedrijfsvoering heeft en middels een Initial Public Offering (IPO) naar de beurs gaat met als enige reden om binnen een termijn van twee jaar te fuseren met een bestaande onderneming die een beursnotering nastreeft.

Van de private equity managers die over een exit strategie nadenken, geeft 23% in een onderzoek uit begin 2021 aan te overwegen om binnen 18 tot 24 maanden een exit via een fusie met een SPAC te laten plaatsvinden. Ook limited partners van private equity fondsen kunnen in de komende jaren dus geconfronteerd worden met SPAC's.

Onderzoek

In de scriptie staat de vraag centraal of een limited partner, slechts rekening houdend met de ontwikkeling van de aandelenkoers tijdens de lock up periode, de voorkeur moet hebben voor een reguliere IPO of een fusie met een SPAC wanneer een private equity fonds van één van haar deelnemingen een beursgenoteerde onderneming maakt. De lock up periode is de periode na een IPO waarin insiders hun aandelen niet mogen verkopen en start voor insiders van de onderneming die met een SPAC fuseert, het private equity fonds, op het moment van de fusie.

Tijdens de lock up periode kan de aandelenkoers stijgen of dalen. De koers, en daarmee de verkoopwaarde, aan het einde van de lock up periode staat dus niet vast. Eerst is onderzocht of de koersen van aandelen voortgekomen uit een SPAC fusie zich tijdens

de lock up periode anders ontwikkelen dan die van aandelen uitgegeven tijdens een reguliere IPO. Daarna is eveneens onderzocht of bepaalde kenmerken van SPAC's positief of negatief bijdragen aan het rendement tijdens de lock up periode. Kenmerken die zijn beoordeeld, zijn onder andere de aan het aandeel toegevoegde derivaten, de investeringsbank die tijdens de IPO van de SPAC is gebruikt, het aantal dagen tussen de SPAC IPO en de fusie en de beloning voor de oprichters van de SPAC. Dit geeft limited partners een handvat om SPAC's mee te beoordelen.

Resultaten

Voor het onderzoek is gekeken naar de aandelenmarkt in de Verenigde Staten in de periode januari 2016 t/m 31 mei 2021. In die periode hebben 130 SPAC's een fusie afgerond en zijn er 436 reguliere IPO's geweest die in het onderzoek zijn meegenomen. Op basis van aandelenkoersen tijdens de lock up periode blijkt dat bij aandelen die verkregen zijn tijdens een reguliere IPO een rendement bovenop de markt waar valt te nemen. SPAC's laten daarentegen een ander beeld zien. Aandelen verkregen na een fusie van een SPAC met een onderneming blijken een significant lager rendement te hebben dan de markt.

Op basis van scores op zes kenmerken van een SPAC zijn de SPAC's daarna onderverdeeld in twee groepen. De scores op de beoordeelde kenmerken zijn gegeven op basis van de, volgens de literatuur, te verwachte impact op het rendement. Voor ieder kenmerk is daarvoor een onderverdeling gemaakt in een aantal categorieën waarmee aan iedere SPAC een score toegerekend kan worden. De SPAC's met de hoogste totaalscores vormen de 'goede' groep, de SPAC's met de laagste totaal-

scores de 'slechte' groep. Beide groepen laten een rendement zien dat significant slechter is dan dat van de markt. Het rendement van de 'goede' groep is echter minder slecht dan dat van de 'slechte' groep.

Conclusie

Uit mijn onderzoek komt naar voren dat een limited partner een reguliere IPO als exit strategie moet verkiezen boven een fusie met een SPAC wanneer de ontwikkeling van de aandelenkoers leidend is bij het maken van een keuze tussen deze twee. Tevens kan de conclusie getrokken worden dat er een onderscheid te maken valt tussen 'goede' en 'slechte' SPAC's. Aangezien ook de rendementen van de aandelen in de 'goede' groep SPAC's in de onderzoeksperiode echter lager zijn dan die van aandelen verkregen tijdens een reguliere IPO verandert dit niets aan de conclusie die op basis van de gehele groep met SPAC's valt te trekken.

