

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2021

Alumno: Francisco Arinci

Tutor: Maximiliano Donzelli

Historia y evolución de los SPACs como instrumento para la
recaudación de capital

AGRADECIMIENTOS

A la Universidad Torcuato Di Tella, al equipo académico de la Maestría en Finanzas y a todo el personal de la Facultad, por permitirme realizar esta Maestría, experiencia invaluable y gratificante en todo sentido.

A Maximiliano Donzelli, por guiarme en la realización del Trabajo Final y por todo el tiempo dedicado a mirar detenidamente mi trabajo y el de tantos compañeros.

A mis compañeros de la Maestría, con quienes tuve la suerte de compartir estos últimos años, que hicieron que la experiencia sea mucho más enriquecedora.

A Meli, mi esposa y compañera de vida, por su apoyo incondicional, por bancarme en cada viaje a Buenos Aires y por su cariño y motivación permanente.

A todos mis seres queridos, por estar siempre pendientes y ser un sostén para mí en todo momento.

A cada uno de mis compañeros de Becerra Bursátil y especialmente a mis jefes, por haberme inspirado para hacer esta Maestría, haberme ayudado a afrontarla y por acompañarme durante todo el proceso.

A Dios, por quien hago todo esto y quien me guía en el camino.

ÍNDICE

<u>1. INTRODUCCIÓN</u>	5
<u>2. MARCO TEÓRICO</u>	6
2.a) <i>Oferta Pública Inicial</i>	6
2.a.1) <i>Definición</i>	6
2.a.2) <i>Principales ventajas y desventajas de un IPO</i>	6
2.a.3) <i>Contexto para llevar a cabo un IPO</i>	8
2.a.4) <i>Etapas de un IPO</i>	9
2.a.5) <i>Alternativas al IPO tradicional</i>	11
2.b) <i>Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)</i>	12
2.b.1) <i>Principales conceptos</i>	12
2.b.2) <i>Principales diferencias entre SPAC y IPO tradicional</i>	13
2.b.3) <i>Requisitos para lanzar un SPAC en USA</i>	14
2.b.4) <i>Partes involucradas e incentivos de cada parte</i>	16
2.b.5) <i>Estructura de capital de un SPAC</i>	20
2.b.6) <i>Etapas en la vida de un SPAC</i>	22
2.b.7) <i>Riesgos de invertir en una SPAC</i>	24
2.c) <i>Etapas finales de un SPAC - Conceptos</i>	26
2.c.1) <i>Transacción de-SPAC</i>	26
2.c.2) <i>PIPE</i>	26
2.c.3) <i>Reverse merger o fusión inversa</i>	27
<u>3. DESARROLLO</u>	28
3.a) <i>Historia y evolución de la figura SPAC</i>	28
3.a.1) <i>Blank check companies: definiciones y antecedentes</i>	28
3.a.2) <i>La oscura década de los 80 para las blank check companies</i>	30
3.a.3) <i>Cambios regulatorios a comienzos de los 90 – Sanción Ley PSRA</i>	31
3.a.4) <i>Regla 419 de la SEC en 1992. Repercusiones</i>	32
3.a.5) <i>Surgimiento formal del SPAC en 1993 y años posteriores</i>	33
3.a.6) <i>Regulación PSLRA “Safe Harbors” de 1995. Ventajas para SPACs</i>	36
3.a.7) <i>Resurgimiento SPACs post burbuja 2001, la segunda generación</i>	37
3.a.8) <i>Incorporación del SPAC a nuevos mercados</i>	39
3.a.9) <i>Años posteriores a la crisis del 2008/2009. Tercera generación de SPACs o SPAC 3.0</i>	41
3.a.10) <i>Nuevos cambios regulatorios e institucionales para los SPACs</i>	43
3.a.11) <i>Cuarta generación de SPACs a partir de 2016</i>	45
3.a.12) <i>“SPAC Manía” a partir de 2020</i>	46
3.b) <i>Análisis estadístico del mercado de SPACs y proyecciones futuras</i>	50
3.b.1) <i>Evolución cuantitativa de los SPACs</i>	50
3.b.2) <i>Evaluación de los SPACs de acuerdo a sus retornos y sus riesgos</i>	54
3.b.3) <i>¿Son los SPACs sustentables en el tiempo?</i>	56
<u>4. CONCLUSIONES</u>	58
<u>5. BIBLIOGRAFÍA</u>	61

ABSTRACT

El objetivo del presente trabajo es estudiar la evolución del instrumento conocido como *SPAC* (*Special Purpose Acquisition Company*), que podría traducirse al español como Empresa con Propósito Especial de Compra. Se buscará conocer su historia, desde su creación a mediados de los años 90, hasta la actualidad, donde está en boca de todos dado el crecimiento exponencial que se observa en su uso. Este mecanismo comenzó a utilizarse hace algunos años con la finalidad de presentarse como una vía alternativa para muchas empresas con intenciones de lograr el status público, buscando hacer más fácil y eficiente el proceso de salida a la bolsa. Su espectacular crecimiento en los últimos años solo puede explicarse como el resultado de la combinación de muchos factores y no como un evento aislado provocado por alguna causa particular. A lo largo del trabajo se irá descubriendo como este instrumento pasó de ser un experimento financiero utilizado por muy pocos banqueros de inversión en la década de los 90, a ser hoy la “estrella” de los mercados de capitales y ser utilizado incluso hasta por celebridades y famosos.

Entre los principales fundamentos que explican su gran desarrollo resalta la constante optimización de sus aspectos estructurales, los cuales han ido evolucionando de forma permanente para lograr constituir una verdadera obra de ingeniería financiera, como lo es actualmente el instrumento. La mejora en la determinación de los incentivos de los participantes, la incorporación de cláusulas limitantes para el uso del dinero recaudado, los derechos otorgados a los accionistas al momento de expresarse sobre un acuerdo, entre otros, son algunos de los indicios del desarrollo estructural. Por otro lado, destaca también el creciente interés a lo largo de los años por parte de los principales mercados de valores y entes reguladores, quienes han procurado que este vehículo sea utilizado de forma ordenada y transparente, y han contribuido fijando estándares, requerimientos y regulaciones adecuadas. Por supuesto, también se observará la importancia de las razones coyunturales o de los movimientos de los propios mercados financieros, que han encontrado en este instrumento una solución apropiada a muchas de sus inquietudes y necesidades.

El trabajo llevará al lector a entender la situación actual del SPAC a partir de su historia y evolución permanente y dejará abierto el interrogante de si el instrumento es sustentable en el tiempo o si está llegando a su punto máximo de éxito y deberá ser reformado para seguir existiendo.

Palabras clave: SPACs, IPO, cheque en blanco, SEC, sponsors o patrocinadores, combinación de negocios, cuenta escrow, warrants, PIPE, redención, liquidación.

1. INTRODUCCIÓN

Un síntoma positivo de que un mercado financiero evoluciona favorablemente es el desarrollo sistemático de nuevos vehículos de inversión que responden a las necesidades cambiantes del público inversor. Los *Special Purpose Acquisition Companies* o *SPACs* son una evidencia clara al respecto, siendo los mismos el resultado de un extenso proceso de búsqueda de alternativas para lograr la oferta pública de una empresa privada. Un SPAC se suele definir como una compañía ficticia, o compañía “cheque en blanco”, que no tiene actividad operativa, cuenta con activos mínimos y se crea con el fin específico de lanzar un *IPO (Initial Public Offering)* u OPI (Oferta Pública Inicial), para luego utilizar el dinero recaudado para adquirir otra empresa aún no identificada, dentro de un período de tiempo especificado (Hale, 2007). Viendo estas características, podemos asumir que estamos en presencia de un instrumento bastante disruptivo dentro de la industria financiera, donde el inversor no asigna su dinero a un activo representativo de algún sector de la economía real o a algún flujo de fondos predeterminado, sino que va un paso atrás y confía su inversión a un grupo de personas idóneas, quienes deberán presentar una oportunidad de negocios satisfactoria dentro de un período de tiempo preestablecido.

Si bien los SPACs han adquirido una enorme popularidad en los últimos cinco años, el instrumento encuentra su origen en la década de los 90, cuando un grupo de banqueros de inversión, inspirados por los antecedentes de figuras similares, impulsaron la creación de este instrumento, que fue obteniendo distintas aprobaciones regulatorias con el paso del tiempo. El estudio de su evolución desde esos primeros años hasta la actualidad, deja al descubierto una fascinante historia de transformación y desarrollo, atravesada no sólo por cambios inherentes a la estructura del instrumento, sino también por eventos financieros de gran magnitud, como lo fueron las crisis financieras de las empresas punto com, en los primeros años de la década del 2000, y la de las hipotecas *subprime*, entre el año 2008 y el año 2010. Los SPACs no solo han logrado irrumpir en la escena de las ofertas públicas iniciales, sino que han logrado modificar totalmente este “ecosistema de emisiones públicas”, teniendo en el último año una participación relativa mayor al de los IPO tradicionales en los mercados de Estados Unidos. Ante esta realidad, naturalmente surge la pregunta de cómo es que un vehículo tan reciente y con una corta historia ha llegado a acaparar la atención de toda la industria financiera, asumiendo el protagonismo en el plano de las emisiones públicas de capital de empresas privadas.

Mediante el presente trabajo se busca responder a ese interrogante, realizando un Review de la literatura más relevante acerca de la evolución y desarrollo de los SPACs, donde se profundiza en los principales conceptos financieros que ayudan a entender los aspectos técnicos del tema abordado. El trabajo estará circunscripto únicamente al mercado estadounidense, dado que prácticamente toda la historia del instrumento transcurre dentro de este país y es hacia donde la mayor parte de la literatura académica ha orientado su investigación. El análisis comenzará por el estudio teórico de los principales conceptos relativos al tema, partiendo de los mecanismos y requisitos para la apertura pública del capital de una empresa, la estructura del instrumento SPAC, los incentivos para las distintas partes involucradas, para abordar finalmente algunos conceptos de finanzas corporativas, relativos a las transacciones de fusiones y adquisiciones que forman parte de las instancias finales de las SPACs.

Con el marco teórico bien definido, el trabajo avanza en el estudio de la evolución histórica de esta figura, abarcando el análisis de los principales antecedentes, sus orígenes en la década de los 90, los cambios regulatorios y de infraestructura de mercado a los cuáles se vieron sometidas este tipo de empresas, y su utilización en los distintos periodos de tiempo desde su creación hasta la actualidad. Se hace foco en las distintas variables que tuvieron influencia en el desarrollo del vehículo, tales como la intervención regulatoria, la coyuntura económica y la participación creciente de figuras interesadas en la operatoria del instrumento. Finalmente, se analizan algunas variables cuantitativas y estadísticas que ayudan a dimensionar el alcance que ha tenido el SPAC desde su surgimiento y la performance como instrumento de inversión, equiparable a cualquier otro activo financiero. Entender el camino recorrido por los SPACs desde su creación hasta el día de hoy es un cometido necesario y sumamente

enriquecedor, que ayudará al lector a entender su valor actual dentro de la industria financiera y su potencial trascendencia en el tiempo.

2. MARCO TEÓRICO

El objetivo de esta sección es introducir los principales conceptos y definiciones que servirán como base teórica para desarrollar el tema bajo estudio. Dado que el tema del trabajo merece ser estudiado con suficiente profundidad técnica, se intentará hacer un exhaustivo análisis partiendo desde conceptos generales para luego ir abordando conceptos particulares. De esta forma, se comenzará describiendo el proceso tradicional de apertura de capital de una compañía a través de la Oferta Pública Inicial, haciendo foco en las principales motivaciones, ventajas y riesgos asociados a esta modalidad. Dichas definiciones, servirán como base comparativa para adentrar al lector en el vehículo específico de los SPACs. Se intentará determinar con precisión qué es un SPAC, cómo se forma esta figura, cuáles son sus requisitos y su estructura, cuáles son las etapas para llevar adelante el lanzamiento de un SPAC y cuáles son las principales diferencias con el IPO tradicional.

2.a) Oferta Pública Inicial

2.a.1) Definición

La Oferta Pública Inicial hace referencia al proceso llevado a cabo por compañías privadas que deciden emitir acciones de forma pública para acceder a una fuente de capital que les permita financiar su actividad operativa y expandir su crecimiento. La entidad regulatoria de los mercados financieros de Estados Unidos, la Securities Exchange Commission [SEC] (2013), refiere al proceso de IPO como aquel en donde por primera vez una empresa de capitales privados ofrece sus acciones de capital social al público general. Según las leyes federales de valores dentro de Estados Unidos, las empresas no pueden ofrecer ni vender acciones de forma legal si dichas transacciones no fueron registradas en la SEC o si se aplica alguna exención.

Mediante el proceso de IPO, se genera una primera instancia de colocación primaria donde la empresa participante ofrece una cantidad determinada de acciones a cambio de un precio por acción que será definido por el mercado interesado en adquirir dicha participación accionaria, asignándole de esta forma una valuación de mercado a la empresa. Dicha colocación se lleva a cabo en mercados regulados, también llamados bolsas de valores, donde se desarrolla la negociación o comercio electrónico de las acciones de todas las empresas listadas que han pasado por el proceso de oferta pública inicial. La instancia posterior al IPO se denomina mercado secundario y contempla todas las transacciones llevadas a cabo entre inversores particulares que compran o venden las participaciones accionarias de las empresas adquiridas en la colocación inicial.

Conociendo estas características del proceso de IPO, una pregunta muy básica que suele repetirse en la cabeza de los inversores es: ¿por qué una empresa pensaría en convertirse en una corporación pública a través de una Oferta Pública Inicial? Rosov (2018) vislumbra algunas razones que ayudan a entender el propósito de un IPO. Una posible respuesta es compartir el riesgo, ya que la estructura pública distribuye el riesgo financiero de las empresas entre millones de individuos e instituciones, en vez de concentrarse en pocos accionistas. En lugar de que los fundadores y empresarios asuman la totalidad del riesgo, los mercados públicos permiten que el mismo sea asumido por aquellos con la mayor capacidad o deseo para llevarlo; este proceso también reduce el costo de capital para las corporaciones. Al mismo tiempo, el proceso deja la gestión de la empresa a quienes tienen más experiencia. Por otro lado, el acceso al capital público generalmente es la forma más económica de obtener grandes montos de financiamiento, además de mejorar la reputación y la imagen de la empresa en cuestión. En el siguiente apartado se analizarán en detalle todas las motivaciones que llevan a las empresas a abrir su capital al público a través de un IPO.

2.a.2) Principales ventajas y desventajas de un IPO

Llevar a cabo un proceso de Oferta Pública Inicial significa un hito muy importante en la vida de todas las empresas, no solo por la publicidad que le genera abrir su capital y su información al

público en general, sino por toda la transformación interna que requiere para la empresa llevar a cabo un proceso de este tenor. Por lo general, la mayoría de las empresas que cotizan públicamente al realizar presentaciones donde deben trazar su línea de tiempo, marcan el día del IPO como un punto de inflexión que generó un antes y un después en la vida de la compañía. Esto remarca la relevancia y la magnitud de un proceso de IPO, que requiere de equipos altamente capacitados y muy sofisticados en aspectos técnicos tanto financieros como jurídicos, de bancos y consultoras que asesoren en cada etapa de la transacción y de una comunicación eficaz de la empresa hacia todos los participantes involucrados en el proceso.

¿Cuáles son entonces las motivaciones principales que llevan a las empresas a querer afrontar todo este proceso teniendo que destinar grandes cantidades de recursos y sabiendo todos los cambios que deberán llevar a cabo para tener éxito? El analista de la firma Deloitte, Morgan Hunsaker (2017), remarca los aspectos cruciales que llevan a las empresas a tomar la decisión de hacer un IPO.

En primer lugar, comenta el autor que el acceso al capital para financiar el crecimiento de la empresa suele ser la principal motivación para emitir acciones públicamente. Los fondos obtenidos se pueden aplicar para financiar estrategias de crecimiento orgánico, como investigación y desarrollo, inversiones en maquinaria y tecnología o lanzamiento de nuevas líneas de productos. Asimismo, también pueden ser aplicados en estrategias de crecimiento inorgánico, que permitan a la empresa fusionarse o adquirir nuevas compañías para ampliar sus negocios. La cotización pública de las acciones asegura una medida de valuación real de la compañía, que se va actualizando diariamente y permite a los analistas tener una dimensión exacta del valor de mercado de la empresa a fusionar.

En segundo lugar, menciona el autor que la cotización pública de las acciones les ofrece a los inversores iniciales y fundadores de la empresa una oportunidad de liquidar parte de su capital accionario. Tener un mercado líquido donde oferentes y demandantes se encuentren de forma anónima para negociar las acciones de la empresa, les permite a los inversores originales poder desprenderse y hacer líquido parte de su porcentaje accionario. Para esto, deberán respetar los períodos de bloqueo impuestos en el IPO, que generalmente se extienden hasta algunos meses después de realizada la transacción de salida al mercado.

En tercer lugar, el autor cree que un IPO es una de las mejores estrategias de publicidad y marketing que una empresa puede tener. Listar las acciones para la cotización pública en un mercado otorga a la empresa un grado de visibilidad y exposición difíciles de lograr de otra forma. El IPO proporciona esta vidriera pública que permite captar la atención de potenciales nuevos clientes, inversores y contrapartes interesadas en hacer negocios con la empresa. Por otra parte, desde el punto de vista estrictamente financiero, está demostrado que el IPO permite reducir el costo de capital de la compañía. Añade el autor que, previo a este proceso, las empresas deben recurrir a las fuentes de financiamiento tradicionales como los créditos bancarios, donde muchas veces terminan pagando sobretasas debido a la necesidad imperante de tomar los fondos rápidamente. Antes de que una empresa pueda siquiera comenzar su proceso formal de preparación para hacer un IPO, la misma debe ser auditada de acuerdo con sofisticados estándares regulatorios; esta auditoría suele ser más escrutadora que cualquier auditoría anterior y fomenta una mayor confianza en que lo que informa la empresa es preciso. Esta mayor seguridad probablemente resultará en tasas de interés más bajas en los préstamos recibidos post IPO, ya que se percibe a la empresa como menos riesgosa.

Adicionalmente, Lowry, Michaely y Volkova (2017) resumen por su parte diez razones principales por las cuales las empresas deciden llevar a cabo un IPO. En primer lugar, como ya se mencionó, está el objetivo de recaudar fondos para llevar a cabo inversiones. En segundo lugar, los autores analizan que los mercados públicos suelen tener momentos de sobrevaluación de los precios, lo cual tienta a nuevas empresas a salir a colocar acciones para capturar esas valoraciones altas. En tercer lugar, otra motivación puede ser tener que realizar ajustes a la estructura de capital de la empresa. En cuarto lugar, mencionan la necesidad de liquidez de los accionistas o fondos inversores, quienes para poder monetizar parte de sus tenencias requieren de un mercado líquido donde poder transaccionarlas. Relacionada a la anterior, en quinto lugar consideran la motivación de los accionistas iniciales de diversificar sus inversiones, para lo cual necesitan poder vender parte de sus acciones rápidamente.

Por otro lado, en sexto lugar, los autores indican que la cotización pública de una acción se transforma en una moneda de pago para futuras fusiones o adquisiciones, lo cual le permite a la empresa no depender exclusivamente del dinero en efectivo para cerrar una transacción. La séptima motivación que mencionan es que la cotización pública permite obtener puntos de referencia de valuación para las compensaciones de accionistas o participantes, que muchas veces están sintetizadas en opciones de compra de acciones. En relación a esta, la octava razón que encuentran es que les permite acceder a comentarios acerca de la valuación para tomar decisiones de inversión corporativa. En noveno lugar, también en línea con lo anterior, el status público les permite obtener certificaciones por parte de analistas, suscriptores, reguladores e inversores, quienes analizan en detalle el comportamiento de las empresas públicas. Por último, observan también que el marketing o la publicidad son un motor importante para muchas empresas, que a través del IPO pasan a estar en el centro de la escena de la comunidad financiera.

Analizadas las principales motivaciones, es importante hacer énfasis también en algunos de los principales obstáculos o desventajas que se enfrentan al llevar a cabo el proceso de un IPO. Ghonyan (2017) expone las principales desventajas, entre las cuales menciona en primer lugar la incurrencia en elevados costos tanto en el momento de salida a la bolsa, donde los costos de suscripción suelen ser entre 7 y 10% de la colocación, como después durante la vida de la acción, donde la empresa debe afrontar importantes honorarios legales, contables y de auditoría. Menciona también la exigencia de mantener una relación fluida con los inversores, a los cuales debe dedicar una cantidad considerable de tiempo, además de hacerlos partícipes del proceso decisorio, lo cual genera una mayor carga burocrática y administrativa. Otro punto que resalta el autor como desventaja, es la obligación de divulgar información, la cual pasará a estar disponible para inversores, competidores, clientes, empleados y otros.

El autor también comenta que hacer un IPO significa una probable pérdida de control por parte de los accionistas originales, porque permiten una dilución en sus porcentajes accionarios al ampliar el capital y permitir la entrada de nuevos accionistas. Asimismo, la empresa se enfrenta a la presión de mantener el patrón de crecimiento que venía teniendo y por el cual los nuevos inversores confiaron su dinero a la misma. Un inversor minorista en general tiene menor paciencia, menor tolerancia a errores y mayor deseo de resultado cortoplacista que un inversor fundador, quien proyecta mucho más a largo plazo. Por último, el autor menciona el riesgo de que la oferta no se complete y perder los costos hundidos en el proceso. Las desventajas son tan variadas como las ventajas, por lo que la decisión de hacer pública una compañía suele ser parte de un proceso que toma muchos años, analizado muy detenidamente por los miembros de una compañía.

2.a.3) Contexto para llevar a cabo un IPO

Antes de llevar a cabo un proceso de oferta pública inicial, son muchos los interrogantes que se debe responder una empresa para tomar una decisión de tal magnitud e importancia. Más allá de la consecuencia obvia de funcionar como una especie de trampolín donde la empresa se impulsa para acelerar su crecimiento, el proceso de un IPO implica un cambio sustancial en la vida de una empresa, la cual, posteriormente a este proceso, deberá dar cumplimiento a una lista extensa de exigencias y requerimientos por parte de los reguladores, además de estar sometida de forma permanente en adelante al escrutinio público general, que le exigirá mantener estándares muy altos de funcionamiento.

La consultora internacional del grupo de las “*Big Four*” (grupo de las 4 consultoras de contabilidad, auditoría y finanzas más grandes del mundo), KPMG (2015, p. 9), en un artículo sobre cómo llevar a cabo un IPO realiza una serie de preguntas útiles que pueden servir como guía para saber si es el momento o no para hacer la apertura del capital, centrandose en dos ejes principales: si está la empresa “lista” para salir al mercado y si está el mercado “listo” para recibir a la empresa. Entre dichas preguntas menciona;

¿Se tiene una idea certera de cómo la empresa gana dinero?, ¿Es fácilmente comunicable dicha idea?, ¿Tiene la empresa alguna ventaja competitiva por la cual los inversores la elegirían antes que a un competidor directo?, ¿Es el negocio central de la empresa capaz de generar valor y crecimiento para el accionista de forma sustentable?, ¿Tiene la empresa la infraestructura adecuada para proveer información relevante y confiable sobre el desempeño de la misma?, ¿Tiene la empresa un management preparado y experimentado para acompañar el crecimiento de la empresa?, ¿Está dicho equipo preparado para comprometer mayor tiempo al proceso de hacerse público y gestionar todos los efectos posteriores a la salida?, ¿Se ha realizado un planeamiento impositivo de la salida al mercado de la compañía?, ¿Se han estudiado las consecuencias impositivas para los potenciales inversores y para los inversores actuales?, ¿Está la empresa preparada para estar expuesta públicamente todo el tiempo?, ¿Y para resignar parte del control de la misma?, ¿Y para lidiar con los reguladores?, ¿Están atravesando los mercados un buen momento para la salida de mi empresa?, ¿Es el timing adecuado para realizar dicho paso?, ¿Tiene la empresa los agentes colocadores adecuados para liderar la transacción?

Por otro lado, otra consultora del “*Big Four*”, Ernst & Young (2018) define en su guía de estudio sobre consideraciones estratégicas para realizar un IPO, cuáles son los contextos típicos en los cuales las compañías deciden abrir su capital públicamente. En primer lugar, hace referencia a aquellas empresas que vienen atravesando un fuerte crecimiento, a las cuales el IPO les permitirá financiar innovaciones, adquisiciones y la internacionalización de la empresa. Otro contexto favorable es el de aquellas empresas donde los inversores son fondos de capitales privados o fondos de riesgo, a las cuales el IPO les permitirá cumplir las fechas de salida y otras fechas límite definidas por dichos fondos. El estudio también menciona el contexto de las empresas de familia, para las cuales el IPO sirve de ayuda para armar un plan sucesorio ordenado, permitiendo separar el management del accionariado. El IPO también representa una buena decisión para empresas de crecimiento acelerado, ya que les permite atraer a los mejores talentos al hacer la compañía más visible y dotarla de mayor reputación. De la misma forma funciona para empresas disruptivas e innovadoras, ya que en muchos casos les da la “patente” de ser la primera compañía pública que hace lo que hace la empresa. Por último, el estudio remarca la situación de las empresas cuyos competidores directos hacen su IPO, las cuales, para seguir compitiendo al mismo nivel, tienen que abrir también su capital y mostrar su empresa en la misma “vidriera”.

2.a.4) Etapas de un IPO

Realizar una Oferta Pública Inicial es un proceso complejo en el cual se deben seguir ciertos pasos específicos para asegurar el cumplimiento de los estándares regulatorios de la SEC. En su artículo sobre el proceso necesario para lanzar un IPO, la investigadora Rebecca Lake (2021) aborda las siete instancias que debe atender una empresa que está camino a su IPO.

El primer paso que debe hacer la empresa interesada en salir a cotizar sus acciones de forma pública es elegir un *underwriter*. La autora denomina *underwriter* a aquel participante de la transacción cuyo principal objetivo es asegurar el resultado de la transacción, asumiendo los riesgos de la misma a cambio de una comisión preestablecida. En los procesos de IPO, los *underwriters* suelen ser experimentados bancos de inversión registrados ante la SEC, que toman el compromiso de guiar al emisor durante todo el proceso de colocación asegurando un determinado precio de salida de la acción al mercado. Algunos factores importantes para elegir el *underwriter* son la reputación, la experiencia previa en emisiones primarias de capital, la calidad de sus informes de investigación, el conocimiento de la industria específica y por supuesto la relación y confianza previa de la empresa con el banco.

Una vez designado el *underwriter*, la autora ubica en segunda instancia el proceso de *Due Diligence (debida diligencia)*. En esta etapa, el equipo designado por el banco de inversión lleva a cabo una exhaustiva revisión interna de la empresa, de sus antecedentes y los de los directivos, para asegurar que no haya sorpresas antes o durante el lanzamiento del IPO que afecten el precio de las acciones. Durante esta etapa del proceso la empresa y el *underwriter* firman los contratos necesarios

para especificar el alcance de los servicios prestados. El contrato puede tener varias estructuras; puede hacerse bajo la forma de un *firm commitment (compromiso firme)*, en el cual el suscriptor acepta comprar la oferta pública inicial y revender las acciones al público, lo cual garantiza que la empresa reciba una cantidad de dinero acordada. Otro acuerdo posible es bajo la modalidad *best efforts (mejores esfuerzos)*, mediante la cual el asegurador acepta vender acciones lo mejor que puede, aunque no hay garantía de que todas las acciones se vendan. En tercer lugar, el contrato se puede acordar como un *all or none (todo o nada)*, donde todas las acciones del IPO deben venderse o la oferta se cancelará.

Durante esta etapa, también se inicia el proceso de registro con la SEC donde se debe completar toda la documentación de respaldo. Esta documentación puede consistir en:

- *Engagement Letter (carta de compromiso)*: la carta de compromiso incluye la cláusula de reembolso, la cual estipula que la empresa emisora debe cubrir todos los gastos incurridos por el underwriter o suscriptor, incluso si el IPO se retira durante la etapa de debida diligencia, la etapa de registro o la etapa de marketing.
- *Letter of intent (carta de intención)*: describe el compromiso o las obligaciones del suscriptor con la empresa emisora, la declaración de compromiso de la empresa de cooperar con el suscriptor y un acuerdo para proporcionar al suscriptor una opción de 15% sobreasignación.
- *Underwriting agreement (acuerdo de suscripción)*: la carta de intención permanece en vigor hasta que se fija el precio de las acciones, después de lo cual se ejecuta el acuerdo de suscripción. A partir de entonces, el underwriter está obligado contractualmente a comprar la emisión a la empresa a un precio específico.
- *Red-herring document*: prospecto preliminar que contiene la mayor parte de la información relativa a las operaciones y perspectivas de la empresa, pero no incluye detalles clave de la transacción como el precio y la cantidad de acciones ofrecidas.
- *S-1 Registration Statement*: documento que se envía a la SEC para registrar la oferta pública inicial y debe incluir información relevante sobre la empresa que debe incluirse en el prospecto, así como detalles adicionales que no están disponibles para el público.

A continuación, la autora define como tercera etapa del proceso aquella en la cual se realizan las primeras revisiones por parte de la SEC y paralelamente se hace la presentación del *Roadshow (reuniones de presentación)*. Mientras la SEC lleva a cabo el análisis y evaluación de todos los documentos presentados por la empresa, esta última, junto al equipo del banco de inversión contratado, organizan una serie de reuniones con inversores institucionales donde comienzan a ofrecer las acciones que saldrán a cotizar al mercado y miden el interés de los inversores por la empresa.

En cuarto lugar, la autora sitúa la etapa de definición del precio del IPO. Una vez aprobada la oferta pública por la SEC, el siguiente paso es fijar el precio inicial al cual saldrá a cotizar la acción durante su entrada al mercado. Esta definición va a depender de varios factores como la valuación establecida de la empresa, la demanda anticipada de inversores institucionales, las condiciones de mercado, las necesidades de capital de la empresa, la reputación de la misma, entre otros. Es muy común que la estrategia de la empresa y los suscriptores sea la de fijar un precio subvaluado de la acción para asegurar la colocación de todas las acciones ofrecidas, aunque se corre el riesgo de no recaudar el monto total esperado por la empresa.

La quinta etapa es el lanzamiento de la oferta pública inicial. Una vez aprobado el IPO por la SEC y definidos el precio y la cantidad de acciones a emitir, se anuncia la fecha de colocación y se realiza un período de difusión para que los inversores se preparen para realizar sus ofertas.

La autora menciona como sexta instancia aquella en la cual transcurre el período de estabilización. Una vez realizado el IPO, los suscriptores cuentan con un período de 25 días para realizar operaciones a los fines de estabilizar el precio de la acción en el mercado. Durante este período se suspenden temporalmente las restricciones de la SEC contra la manipulación de precios.

Por último, la autora define a la etapa final como *Transition to Market competition (transición a la competencia de mercado)*. Después del período mencionado de 25 días post IPO, termina la tarea del underwriter. En esta instancia puede seguir actuando como asesor de la empresa, pero ya no puede hacer nada para influir en los precios. Se va generando de forma automática una transición a la vida pública como algo normal para la empresa.

2.a.5) Alternativas al IPO tradicional

Si bien el IPO tradicional es el mecanismo más difundido y utilizado para hacer pública una compañía, existen algunos motivos para pensar que no es del todo eficiente y satisfactorio para las partes involucradas. Damodaran (2021) da cuenta de este aspecto al indicar que, por lo general, la salida a la bolsa a través del IPO deja disconformes tanto a las empresas emisoras como a los inversores; a las primeras porque es un proceso que lleva demasiado tiempo y se torna muy costoso, y a los segundos porque sienten que solo unos pocos pueden participar al precio de oferta.

Dadas estas condiciones, son muchas las empresas que han decidido recorrer un camino distinto al del listado público a través de un IPO. Generalmente, los primeros fondos que logra captar una empresa a cambio de cierta participación accionaria provienen de fuentes privadas de capital, como lo son fondos de *Private Equity (fondos de capital privado para inversión)* o de *Venture Capital (fondos de capital en riesgo)*. Estos fondos participan en instancias tempranas de la vida de la empresa, buscando apoyar el crecimiento y desarrollo de la misma, y destinando a tal fin grandes sumas de capital a cambio de cierta participación en los resultados. Este tipo de financiamiento suele preceder a la apertura de capital a través de una Oferta Pública Inicial, aunque muchas veces hay empresas que prefieren continuar por este camino sin abrir su capital públicamente en ningún momento.

Existen también algunas otras alternativas dentro del universo del listado público de acciones. Una de esas alternativas se conoce como *Direct Public Offering (DPO)* u Oferta Pública Directa, que tiene muchas similitudes con el IPO, pero reduce los intermediarios que participan del proceso. Empresas como Spotify, Slack, Coinbase o Roblox han salido a cotizar públicamente en los últimos años haciendo una Oferta Pública Directa.

El analista y escritor de artículos financieros, Jairo Llarena (2021), describe cómo se lleva a cabo una Oferta Pública Directa y las principales diferencias con el IPO tradicional. Un DPO consiste en salir a cotizar sin emitir nuevas acciones, es decir, vendiendo acciones que posean tanto la empresa como los accionistas que así lo deseen. Es una opción más barata ya que no hay que contratar underwriters ni pagar gastos de *roadshow*. Además, mediante esta forma no se diluye al accionista que mantiene sus acciones, al no haber emisión de nuevas acciones. Otra característica distintiva es que no existe período de bloqueo para la venta de acciones posterior a la fecha de lanzamiento por parte de los accionistas previos, por lo cual estos últimos pueden aprovechar momentos de euforia para vender a precios altos.

Jamie McGurk (2019), ex socio del Venture Capital Andreessen Horowitz, explica en su artículo sobre ofertas públicas directas por qué las mismas son mucho más baratas que una oferta pública inicial. La tarifa de suscripción de un IPO se basa en un porcentaje de los ingresos recaudados por la empresa emisora, normalmente un 7%, aunque en algunas IPO de alto perfil han logrado reducir la tarifa hasta a un 2%. En un DPO, se trabaja con una tarifa fija de asesoramiento y es aproximadamente la mitad de lo que sería la tarifa de suscripción más baja para una oferta pública inicial.

Otra de las alternativas que en los últimos años está en el centro de la escena es el lanzamiento de un *Special Purpose Acquisition Company (SPAC)*, vehículo de inversión sobre el cual está basado el trabajo y que se irá analizando en detalle posteriormente. La cadena de hamburguesas Burger King, la empresa de turismo espacial Virgin Galactic y la petrolera argentina Vista Oil & Gas son algunas de las empresas que han salido a cotizar a través de la figura de un SPAC.

En su boletín sobre inversiones en SPACs el organismo oficial “Financial Industry Regulatory Authority” [FINRA] define a los SPACs de la siguiente manera (FINRA, 2021):

Una SPAC es una empresa ficticia que se forma para recaudar capital a través de una oferta pública inicial con el fin de adquirir una empresa o negocio privado que se identificará después de la oferta pública inicial. Los SPAC están formados por un patrocinador o equipo que realiza inversiones iniciales en el SPAC junto con inversores externos. El patrocinador generalmente tiene experiencia en las industrias en las que se selecciona la empresa objetivo y administrará los procesos de selección, financiamiento y legales involucrados en la adquisición del objetivo.

2.b) Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)

2.b.1) Principales conceptos

Si hubiera que elegir un solo adjetivo para describir a un SPAC como un vehículo financiero para captar fondos, el más apropiado sería flexible. Desde su concepción, este mecanismo fue pensado para conectar más fácilmente a empresas necesitadas de fondos para financiar proyectos con inversores deseosos de poner a trabajar su capital a un nivel de riesgo considerable, pero con rendimientos potencialmente superiores a otros instrumentos tradicionales. Esta facilidad o flexibilidad que caracteriza a este vehículo de inversión se manifiesta entre otras cosas en una menor exigencia regulatoria hacia la empresa que lanza un SPAC que a aquella que lanza un IPO, mayor rapidez para confeccionar la estructura de la compañía y dejarla lista para ser lanzada, una evidente mayor simplicidad para atraer fondos sin necesariamente proyectar rentabilidades o flujos futuros para mostrar a los inversores y por último la posibilidad de los inversores de contar con una garantía para tener una salida asegurada y sin pérdidas en caso de que el SPAC no consiga adquirir o fusionarse con una compañía objetivo.

Los SPACs están pensados como empresas “cáscara” o empresas limpias, sin actividades operativas, que adquieren status público a través del proceso de IPO (Lakicevic y Vulcanovic, 2011). Adhieren los autores que estos instrumentos están específicamente formados para adquirir una o más empresas en marcha durante cierto período de tiempo, que generalmente es de dos años. Los fondos recaudados del IPO son colocados en activos libres de riesgo depositados en una cuenta *escrow* (*cuenta para depósitos en garantía*) y mantenidos en dicha cuenta hasta que se cierra una transacción de fusión o adquisición de una empresa objetivo. Si no se consigue realizar una transacción durante el período de dos años preestablecido, el SPAC se liquida y los fondos depositados en la cuenta escrow retornan a los inversores. Por ende, como afirma Lewellen (2009), el inversor de un SPAC en el IPO en definitiva está comprando un bono cero-cupón sin riesgo con una *call-option* (*opción de compra*) de una futura adquisición. Además, estos inversores se benefician de la liquidez y el descubrimiento de precio dado por la cotización pública de las acciones en el mercado.

Continúan Lakicevic y Vulcanovic (2011) refiriendo a la clasificación que la SEC le otorga a este vehículo de inversión, la cual tiene particularidades relacionadas a la actividad y al monto de capital que levantan estas empresas. La SEC clasifica a las SPACs como *Blank check companies* (*compañías cheque en blanco*) bajo el número de Código SIC (Standard Industrial Classification) 6770, mediante el cual se identifica el tipo de negocios que hacen las compañías listadas. Técnicamente las define como “empresas muy pequeñas”, término que involucra inversiones especulativas que caen dentro de la definición de *penny stocks* (*acciones muy pequeñas o de micro capitalización*). Sin embargo, por otro lado, la regla 3a-51-1 de la SEC excluye de la definición formal de “penny stocks” a cualquier emisor de acciones con activos netos totales valorados por encima de cinco millones de dólares después del IPO. Dado que todos los SPAC lanzados desde 2003 a la fecha recaudaron más de ese monto a través de su oferta pública inicial, las mismas han quedado virtualmente excluidas de esa categoría de penny stocks, comentan los autores.

Un aspecto importante sobre el cual hay mucha literatura escrita es la semejanza del mecanismo del SPAC con el del *reverse merger* (*fusión inversa*). Es necesario entender en primer

lugar que el SPAC es un vehículo estructurado para hacer pública una empresa privada, que en una instancia de su proceso puede valerse de una estrategia de fusión inversa para completar la finalidad del lanzamiento público. Kajerdt y Rydberg (2021) indagan en las características estructurales que difieren entre ambas transacciones. Las principales diferencias metodológicas las observan en los incentivos y los roles de los participantes; a diferencia de las fusiones inversas, los SPACs a menudo están dirigidos por equipos de expertos en la industria, con *track-record* (*historial de negocios*) y experiencia en fusiones y adquisiciones comprobada, que agregan valor a la gestión y facilitan el proceso. Además, en un SPAC, el equipo directivo controla la entidad pública, mientras que, en las fusiones inversas es la empresa privada la que es supervisada por el equipo directivo. Adicionalmente, Datar, Emm e Ince (2012) notan una diferencia significativa entre los SPACs y las fusiones inversas. En un SPAC, la empresa “cáscara” que no tiene actividad operativa se carga con el efectivo recaudado en el IPO que luego coloca en un fideicomiso cerrado hasta que se realiza una adquisición. Por el contrario, la empresa “cáscara” en una fusión inversa generalmente tiene una pequeña cantidad de activos o nada en absoluto y la que aporta los activos es la compañía que viene operando activamente. Más adelante, se profundizará sobre los aspectos técnicos de las fusiones inversas y su utilización en los SPACs.

2.b.2) Principales diferencias entre SPAC y IPO tradicional

Observando la popularidad que ha ido adquiriendo entre muchas empresas la alternativa de hacerse públicas a través de los SPACs, naturalmente surge la pregunta de por qué no eligen el camino convencional de hacer su propio IPO antes que fusionarse a través de este vehículo. Chatterjee, Chidambaran y Goswami (2014) abordan esta inquietud desde el punto de vista del riesgo y de la complejidad de un IPO estándar. Las empresas que cotizan en bolsa a través del mecanismo SPAC son mayormente empresas de riesgo, firmas extranjeras que desean estar listadas en Estados Unidos o empresas que tienen situaciones especiales que representan un serio desafío para hacer un IPO tradicional. Muchas empresas internacionales y entre ellas muchas empresas chinas, optan por cotizar en bolsa a través de una adquisición de un SPAC ya que la ruta tradicional del IPO está sujeta a un mayor escrutinio y el proceso puede encontrar muchas trabas en el camino.

Por otro lado, desde la perspectiva de quienes crean los SPACs, la estructura de los mismos resulta muy atractiva para el ejercicio del rol de sponsor o patrocinador, si es que logra completarse satisfactoriamente todo el trayecto desde la creación del vehículo hasta la adquisición o fusión con una compañía dentro del lapso previsto post-IPO. Por este motivo se observa una predominancia de famosos y celebridades ejerciendo el rol de sponsors, o al menos figurando como cara visible de estos sponsors, quienes aportan también cierta credibilidad y confianza hacia los inversores de este tipo de instrumento. Steven Kurutz (2021) describe este hecho en su artículo sobre SPACs, aclarando que en realidad las celebridades no son tanto quienes toman las decisiones financieras sino más bien los promotores contratados para atraer inversores. Los gerentes de SPACs están aprovechando el poder de las celebridades para vender un producto, en este caso, un instrumento financiero, fenómeno que también se observa actualmente en la industria de los *NFTs* (*Non Fungible Tokens* o *Tokens No Fungibles*).

Para realizar una buena comparación entre las metodologías de salida a través de un SPAC versus la de un IPO, es importante comenzar distinguiendo las características básicas de las empresas que pueden tomar uno u otro camino. Para lanzar públicamente un SPAC se crean empresas que inicialmente no ofrecen ningún tipo de producto o servicio, que no generan ingresos y que no tienen ningún tipo de historial operativo, es decir, como se mencionó anteriormente, empresas que tienen la coraza armada pero que aún no tienen actividad genuina. Por el contrario, para lanzar un IPO es necesario divulgar toda la información e historia financiera de la empresa al regulador. Desde la vereda contraria, un factor decisivo a la hora de invertir en un IPO es poder determinar una valuación acertada de la empresa en base a sus estados financieros existentes para poder establecer comparaciones y llegar a un valor estimado prudente en base a las proyecciones de flujos de fondos descontados. Para esto es necesario conocer no sólo el historial financiero y contable, sino también los planes de negocios y proyecciones de la empresa hacia adelante.

El organismo FINRA (2019) hace foco en este asunto cuando lo trata en uno de sus documentos con información fundamental sobre emisiones públicas al expresar que en un IPO tradicional, el prospecto se enfoca en hechos históricos sobre el emisor y su desempeño pasado. Los suscriptores comercializan la oferta después de anunciar un rango de precios inicial, elaborado en base a estimaciones de rendimientos futuros y al nivel de demanda de las acciones por parte del mercado. Los suscriptores realizan una debida diligencia significativa y exhaustiva sobre el emisor y asumen la responsabilidad en virtud de la sección 11 de la *Securities Act (Ley de Valores)* por la información divulgada en el prospecto. Por el contrario, los valores de un SPAC se ofrecen a un precio unitario, normalmente 6, 8 o 10 dólares por unidad. Los SPAC no "identifican previamente" posibles objetivos de adquisición y los suscriptores no realizan ninguna diligencia debida sobre los objetivos de adquisición. Si bien algunos SPAC son específicos sobre las industrias o regiones en las que buscarán una empresa operativa, otros son abiertos.

El tiempo que toma el recorrido de lo privado a lo público es otro de los aspectos donde surgen diferencias entre una salida vía SPAC y una vía IPO tradicional. Como refiere Chamberlain (2021), el cronograma de una SPAC se completa entre 3 y 6 meses desde el inicio de los trámites ante la SEC, mientras que una IPO tradicional generalmente toma más de un año. Por otro lado, expresa la autora que también existen ventajas en lo referido a los costos de colocación, que para un SPAC representan aproximadamente un 5,5% de la misma (2% de costo en el lanzamiento más 3,5% de costo cuando se cierra la transacción de compra) mientras que para un IPO tradicional los mismos son cercanos al 7%. Posteriormente se analizará cómo influye para los inversores la participación del 20% segregada a favor de los patrocinadores cuando las SPACs logran completar transacciones efectivas. En adición a esto, llevar a cabo un IPO insume también grandes costos de marketing, relacionados a la organización de los roadshows donde la empresa se da a conocer a los potenciales inversores. En los SPACs estos costos son prácticamente inexistentes y sólo pueden aparecer si llegara a ser necesario recaudar más capital antes de completar la transacción de compra en cuyo caso se acudiría a la búsqueda de fondos *PIPE (Private Investment in Public Equity)*.

Otra diferencia sustancial entre ambas modalidades de hacer una compañía pública, es la posibilidad que brindan las SPACs de negociar los términos del acuerdo antes de hacer efectiva una transacción, como refieren Banerjee y Szydlowski (2021). Mientras que en el IPO no existe una instancia para negociar términos cualitativos de la transacción, siendo el precio la única variable de ajuste de la negociación, en el SPAC hay muchas variables que pueden ser negociadas en la etapa de *de-SPAC* (etapa donde se completa la transacción de fusión o adquisición), como por ejemplo la posibilidad de captar más fondos a través de la figura del PIPE o la flexibilidad para hacer modificaciones en las juntas directivas.

2.b.3) Requisitos para lanzar un SPAC en USA

El proceso de hacer pública una compañía a través de un SPAC en Estados Unidos conlleva una serie de exigencias regulatorias que aumentan progresivamente en la medida en que el SPAC pueda encontrar una empresa objetivo para hacer el proceso de *de-SPAC* dentro del lapso de tiempo permitido. Inicialmente, una vez que la compañía "cáscara" está creada, los procesos administrativos para comenzar la transición de lo privado a lo público se pueden agrupar en tres instancias principales.

La primera instancia consiste en preparar y subir el Formulario S-1. Tal como lo define la propia SEC, el S-1 es el formulario de registro inicial para emitir nuevos valores para empresas con sede en Estados Unidos. Cualquier valor que cumpla con los criterios debe tener una presentación S-1 antes de que las acciones puedan cotizar en una bolsa nacional, como *NYSE (New York Stock Exchange)* o *Nasdaq*. El bufete jurídico Sutherland, Asbill & Brennan LLP (2016) proporciona algunas recomendaciones a la hora de armar la documentación solicitada por la SEC para que la misma no sea rechazada. En primer lugar, los SPACs deben evitar tomar cualquier medida para buscar una empresa objetivo antes y durante la salida a bolsa. Más aún, deben evitar cualquier contacto, preliminar o no, con posibles empresas objetivo antes y durante la oferta pública inicial. Por último,

deben, en la medida de lo posible, limitar los conflictos de intereses relaciones y transacciones, y proporcionar información detallada en la medida en que existan conflictos.

La segunda instancia implica seleccionar el mercado en el cual va a ser listado el SPAC (Nasdaq y NYSE son los más comunes) y completar la documentación solicitada por los mismos. Por último, en tercer lugar, se deben realizar las presentaciones ante FINRA con respecto a la compensación de la suscripción y arreglos.

La consultora Baker McKenzie (2021) analiza el entorno regulatorio de los SPACs y aclara respecto a las exigencias para el IPO que, dado que el SPAC no es una empresa operativa y, por lo tanto, no tiene estados financieros detallados ni negocios operativos, la declaración de registro inicial (IPO de la empresa cáscara) es mucho más simple que la presentada en una oferta pública inicial tradicional. Para un SPAC, la Declaración de registro se enfoca en que la entidad encuentre un objetivo exitoso para su combinación de negocios, así como los antecedentes de la administración del SPAC y sus patrocinadores, a diferencia del historial operativo de la entidad en el que se enfocaría la declaración de registro en un IPO tradicional.

Respecto al listado de los SPACs en los distintos mercados, el bufete jurídico Winston & Strawn LLP (2020) analiza en su presentación sobre el cumplimiento regulatorio de los SPACs, los principales requerimientos de los mercados Nasdaq y NYSE para salir a cotizar este instrumento, los cuales se resumen a continuación en las figuras 1 y 2;

Figura 1: *Requerimientos para el listado de instrumentos en Nasdaq y NYSE*

Listing and Corporate Governance Requirements

	Nasdaq Capital Market	NYSE
Minimum Round Lot (100 share) Holders	300 (at least 50% must hold unrestricted securities with a market value of at least \$2,500)	300
Number of Publicly Held Shares	1,000,000 (excluding restricted securities)	1,100,000
IPO Price per Share	\$4.00	\$4.00
Market Value of Listed Securities	\$50,000,000	\$100,000,000
Minimum Market Value of Publicly Held Shares upon Initial Listing	\$15,000,000 (excluding restricted securities)	\$80,000,000

Nota: La figura 1 muestra los requerimientos de los mercados para el listado de acciones, como el lote mínimo de tenencia, la cantidad de acciones flotando públicamente, el precio de IPO por acción, el valor de mercado mínimo de la empresa y el valor de mercado mínimo de las acciones flotantes. Extraído de: “SPAC 101” (Winston & Strawn LLP, 2020)

Figura 2: *Requerimientos para el listado de instrumentos en Nasdaq y NYSE*

Listing and Corporate Governance Requirements

	Nasdaq	NYSE
Board Composition	Majority Independent Directors	Majority Independent Directors
Audit Committee	Required, minimum 3 members, all members to be independent	Required, minimum 3 members, all members to be independent
Compensation Committee	Required, minimum 2 members, all members to be independent	Required, no size requirement, all members to be independent
Nominating/Corporate Governance Committee	Not required, nominations can be made by a majority of the independent directors on the Board	Required, no size requirement, all members to be independent
Code of Ethics/Conduct	Required	Required, must be posted on company website

Nota: La figura 2 muestra las exigencias de los mercados para el listado de acciones respecto a la composición del directorio, del comité de auditoría, del comité de compensaciones, del comité de gobierno corporativo y la necesidad de un código de ética. Extraído de: “SPAC 101” (Winston & Strawn LLP, 2020)

Como se puede observar en el primer cuadro, existen ciertos requerimientos estandarizados respecto a las acciones a emitir y a la atomización de las mismas en distintos inversores. Tanto NYSE como Nasdaq exigen que las acciones de SPACs se emitan al menos entre 300 inversores distintos, contando cada uno de ellos con al menos 100 acciones cada uno. Además, Nasdaq exige que cada SPAC lance al menos un millón de acciones públicas (que no sean propiedad de directores y miembros de la compañía), mientras que NYSE exige un millón cien mil. Respecto al tamaño de las emisiones, un SPAC emitido en Nasdaq debe recaudar al menos cincuenta millones de dólares, mientras que en NYSE al menos cien millones. Pasando a los requisitos de gobierno corporativo, tanto Nasdaq como NYSE exigen que el SPAC debe tener mayoría de directores independientes, un comité auditor de al menos tres miembros que deben ser independientes también y deben tener Códigos de Ética y Conducta. Nasdaq no requiere un Comité de gobierno corporativo, sino que permite que las nominaciones a los demás comités sean realizadas por los directores independientes, con mayoría de votos. NYSE por su parte, sí exige que el SPAC cuente también con un Comité de gobierno corporativo.

Si bien estos requisitos iniciales representan una gran parte de las exigencias regulatorias que todo SPAC debe cumplir para salir a cotizar, el camino del cumplimiento regulatorio no concluye aquí para estas empresas. Los requerimientos regulatorios que debe afrontar un SPAC pueden categorizarse dentro de tres grandes momentos; el primero, en el que se solicita el IPO del SPAC y se presentan algunos formularios preliminares de la empresa cáscara que aún no tiene actividad operativa, como se describió recientemente. El segundo, durante la vida de esta empresa cáscara donde se deben ir completando de forma periódica ciertos requisitos de información que la SEC le exige a todos los sujetos regulados. Por último, en el momento del de-SPAC, es decir cuando se hace la adquisición de una empresa objetivo, donde se le exigirá a esta última presentar información y documentación similar a la que cualquier empresa presenta a la hora de hacer un IPO tradicional.

2.b.4) Partes involucradas e incentivos de cada parte

Uno de los motivos por los cuales los SPACs han tomado gran relevancia en los últimos años es la sofisticada “ingeniería” con la que ha sido diseñada su estructura, donde cada una de las partes intervinientes tiene distintos incentivos y donde todos estos participantes pueden obtener beneficios si el SPAC se desarrolla de forma exitosa. Bai, Ma y Zheng (2021) consideran que la relación contractual entre los participantes de un SPAC está concebida a partir de un esquema de subordinación entre los mismos, donde cada uno de estos se verá beneficiado siempre y cuando las

demás partes puedan ir logrando sus objetivos y resulten también beneficiadas por esto, es decir, cuando las partes puedan alinear sus expectativas a largo plazo. Por otro lado, Cumming, Helge Hab y Schweizer (2014) precisan que la estructura del SPAC debería, en teoría, incentivar al management del SPAC para encontrar la "mejor" empresa objetivo en un período fijo de tiempo disponible, maximizando así el valor para los accionistas y aumentando simultáneamente la probabilidad de aprobación. A continuación, profundizaremos en cada una de estos participantes involucrados en los SPACs y en los incentivos de cada uno de ellos.

¿Quiénes son los *stakeholders* (*partes interesadas*) de un SPAC? Los SPAC tienen tres grupos principales de partes interesadas: patrocinadores o sponsors, inversores y empresas *target* (*objetivo*). Cada uno tiene un conjunto único de preocupaciones, necesidades y perspectivas, que se analizarán por separado.

Los sponsors o patrocinadores, también conocidos accionistas fundadores de un SPAC, suelen ser ejecutivos experimentados o empresarios de capital privado que deciden crear una empresa sin actividad operativa con el único propósito de recaudar fondos públicamente en el mercado de valores para luego realizar una adquisición de una empresa privada con dicho capital recaudado. Según varios autores, el sponsor es considerado el principal activo de una SPAC, ya que su reputación, su conocimiento de alguna industria específica, su red de contactos y su capacidad de gestión son las principales herramientas para comercializar este vehículo de inversión entre los potenciales inversores y suelen ser los factores que determinan cuán exitosa puede ser la colocación.

Por lo mencionado es que, en general, el rol de sponsors es ejercido por figuras de alto calibre público, cuyo nombre es reconocido instantáneamente por la mayoría de las personas y cuyo carisma genera atracción automática en la audiencia. No obstante, esta estrategia de tener como sponsor a una celebridad puede ser un arma de doble filo para llevar adelante un SPAC. Por un lado, tener profesionales con experiencia probada en la industria, con un perfil público importante, que ya han llevado a cabo transacciones de este tipo anteriormente, puede ser positivo ya que se puede capitalizar todo el conocimiento y la experiencia para conducir favorablemente a la nueva empresa. Pero por otro, el simple hecho de tener celebridades que muchas veces son *outsiders* (*ajenos a la industria*) y sólo aportan su nombre o su figura con estima pública, no da ninguna certeza o garantía de que el SPAC va a tener una gestión eficiente. Precisamente, en marzo de 2021, la SEC (2021) lanzó una alerta bajo el título "*Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert*" donde expresó lo siguiente en palabras textuales:

“Nunca es una buena idea invertir en un SPAC solo porque alguien famoso lo patrocina o invierte en él o dice que es una buena inversión.”

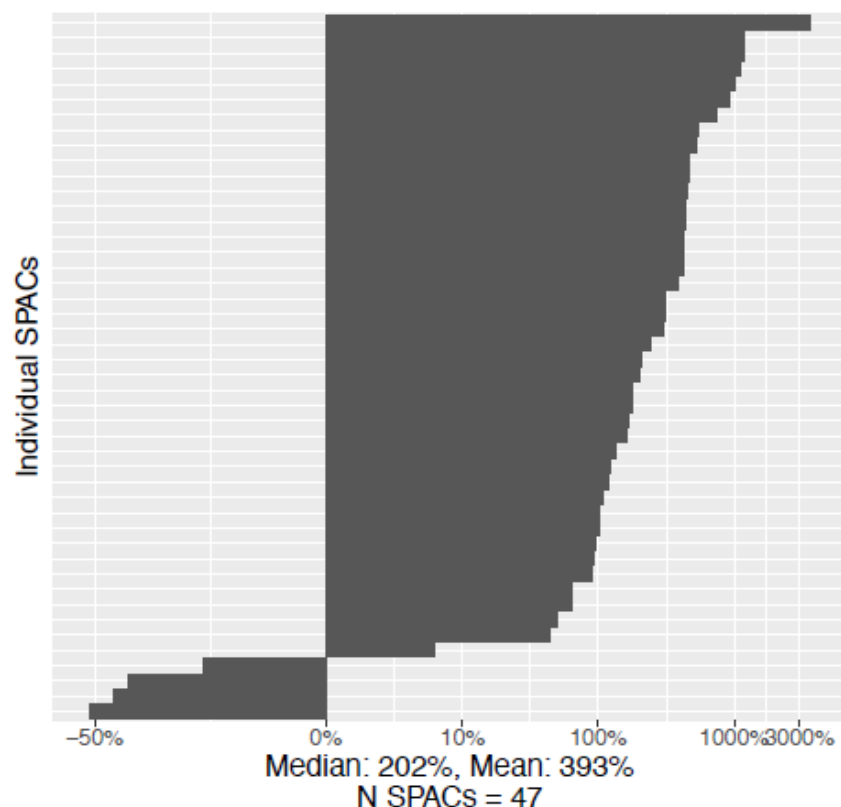
Como se mencionó anteriormente, los sponsors no pueden revelar sus objetivos de fusión ni antes ni durante el IPO del SPAC. Tampoco pueden tener acuerdos pactados previo a este momento, ya que para esto está específicamente definido el tiempo de 24 meses posterior al IPO, para encontrar una empresa *target* y completar el proceso de fusión. Como especifican Lin, Lu, Michaely y Qin (2021), los sponsors tienen pactada una compensación por su esfuerzo para recaudar fondos y encontrar empresas objetivo. Esta compensación consiste en el derecho a adquirir un porcentaje de acciones antes de la salida a la bolsa del SPAC. Por lo general, los patrocinadores compran un bloque de acciones clase B a un precio nominal (generalmente una décima parte de un centavo por cada acción, y generalmente por un valor de 25.000 dólares en total), lo que representa aproximadamente el 20% del capital social posterior a la salida a bolsa. Estas acciones no tienen privilegios de voto; no son rescatables y pueden convertirse en acciones Clase A para bloquear las restricciones cuando se completa una fusión.

Mucho debate existe en torno a la magnitud de esta compensación y a los incentivos que la misma genera. Lin et al (2021), quienes específicamente basan su trabajo en la centralidad de la red de contactos de los sponsors, se manifiestan a favor de dicha compensación y hacen algunas aclaraciones respecto a la misma. En primer lugar, esta compensación se activa sólo si la fusión se hace efectiva, por lo cual es un derecho que se ejerce bajo el cumplimiento de una condición previa. Aunque la misma parezca demasiado grande, muchos sponsors utilizan parte de esta compensación para cubrir

los costos de underwriting del 5,5% mencionados previamente y en algunos casos, hasta llegan a renunciar a parte de la compensación. En segundo lugar, muchos directores ejecutivos de empresas que fueron adquiridas o fusionadas con SPACs, indican que el rol de los sponsors va mucho más allá de ser la cara visible del SPAC y dar apoyo financiero a las empresas que adquieren; en base a su experiencia previa en fondos de Venture Capital y Private Equity, muchos contribuyen de varias maneras a la correcta gestión del proceso de fusión y de las actividades de la empresa. En tercer lugar, el factor decisivo para que un SPAC sea exitoso es el monto de capital recaudado, tanto en la instancia del IPO como en la instancia posterior del PIPE cuando se acuerda una transacción. En ambos momentos, el rol del sponsor es determinante, ya que de él y su equipo dependerá si los montos recaudados satisfacen o no las necesidades de la empresa para ejecutar los proyectos.

En contraposición a esta postura, los investigadores de las Universidades de Derecho de Stanford y NYU, Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) advierten un hecho preocupante al analizar los SPACs y sus participantes. Si bien las acciones de un SPAC recaudan 10 dólares por acción en el momento de su oferta, el promedio de las SPACs tiene solo 6,67 dólares por acción en el momento en que busca un objetivo, con la pérdida debida a la dilución causada por el subsidio de propiedad del patrocinador y otros costos de búsqueda de acuerdos. Más aún, estos investigadores profundizan su estudio en el poder multiplicador que tienen los sponsors bajo la estructura legal actual del SPAC. Con solo invertir 25.000 dólares están adquiriendo el 20% de un valor *post-money* (*valor posterior a la fusión o adquisición*) potencialmente mucho mayor, por lo cual la ganancia potencial es realmente significativa. Damodaran (2021) adhiere a este postulado afirmando que los patrocinadores de SPACs, son los claros ganadores en este vehículo. Al recibir acciones de propiedad equivalentes a tres, cuatro o incluso cinco veces su participación de capital invertida, efectivamente han inclinado el juego a su favor. En el peor de los casos, si la transacción no se lleva a cabo, devuelven el efectivo a sus inversores y salen prácticamente ilesos (al menos como inversores, quizás su reputación se puede ver perjudicada). En la figura 3 expuesta a continuación se observan promedios y medianas de retornos obtenidos por los Sponsors tres meses después de la fusión, donde se puede ver la alta compensación en promedio que obtiene el sponsor;

Figura 3: Promedio y mediana de retornos para los Sponsors de SPACs 3 meses post fusión



Nota: La figura 3 muestra los elevados retornos obtenidos por los Sponsors de SPACs para una muestra de 47 SPACs evaluados 3 meses después de la fusión o adquisición. Algunos de estos retornos son superiores al 1000% mientras que hay pocos SPACs que han generado retorno negativo para los Sponsors post-IPO. Extraído de: “*A sober look at SPACs*” (Klausner, Ohlrogge y Ruan, 2020)

Pasando a la categoría de los inversores, Zaccaria y Bruno (2021) consideran a los mismos como un factor clave en la ecuación de un SPAC. Este vehículo representa para el público inversor una oportunidad de inversión en un *asset class (tipo de activo)* único que puede ser útil para diversificar la cartera.

Al suscribir un SPAC, los inversores reciben dos clases de valores, como lo explican Bazerman y Patel (2021), en primer lugar, acciones ordinarias (normalmente a 10 dólares por acción) y *warrants (títulos de garantía)* que les permiten comprar acciones en el futuro a un precio específico (normalmente a 11,50 dólares por acción). Los autores consideran que los warrants son un ingrediente fundamental en el acuerdo de alineación de riesgos entre los sponsors e inversores del SPAC. Algunos SPAC emiten un warrant por cada acción común comprada; algunos emiten fracciones (por lo general la mitad o un tercio) de un warrant por acción; otros emiten cero. La emisión de warrants proporciona una ventaja adicional para los inversores del IPO generando un incentivo de suscripción temprana.

Es importante hacer una correcta distinción entre quiénes son los principales interesados en invertir en este tipo de instrumentos, ya que los incentivos que movilizan a cada tipo de inversores a buscar un SPAC pueden ser distintos. Según diversos estudios realizados por analistas, la mayoría de los inversores en SPAC son institucionales. Lakicevic y Vulcanovic (2011) precisan que, en promedio, los inversores institucionales poseen el 78,2% del capital social de las SPACs y, al mismo tiempo, proveen el 97% del efectivo. Esa discrepancia entre contribución y nivel de propiedad conduce a una dilución significativa, tema que también es abordado por múltiples autores. Cumming et al (2014) señalan que para inversionistas tales como *hedge funds (fondos de cobertura)*, *private equity funds (fondos de capital privado)*, *mutual funds (fondos mutuos)* y otros inversores institucionales, un SPAC constituye esencialmente un bono de cupón cero "sin riesgo", con una opción sobre una futura adquisición (si no se lleva a cabo ninguna transacción, los inversionistas reciben un reembolso proporcional del valor del fideicomiso, más cualquier interés devengado).

Por otro lado, el público *retail (minoritario)* suele tener participaciones minoritarias en los SPACs. En un análisis del perfil de riesgo y del comportamiento de los inversores de SPACs, Klausner et al (2020) observan que estos inversores minoritarios suelen ser tenedores de largo plazo, aprobando en la mayoría de las ocasiones las transacciones de compra de empresas objetivo para retener la acción de la empresa nueva post fusión. Por el contrario, distinto parece ser el panorama entre los inversores institucionales. Moffatt (2021) analiza la conducta de los inversores institucionales durante la etapa de fusión o adquisición de una empresa objetivo observando las estadísticas de varios SPACs que llegaron a esta etapa en los últimos años. A partir de sus estudios concluye que la industria está marcada por una alta tasa de redención por parte de este tipo de inversores. La tasa media de desinversión previa a los momentos de fusión se situó en 90% para SPACs fusionadas en 2019, lo que indica que estos inversores eligen rescatar o desinvertir sus acciones independientemente de las perspectivas de las empresas objetivo.

En definitiva, y para entender bien los incentivos que movilizan a los inversores a alocar parte de su dinero en este tipo de instrumentos, es conveniente repasar el artículo sobre pros y contras para los distintos participantes de SPACs escrito por el jefe de Estrategia y Research de la gestora de fondos Schroders en Londres, Duncan Lamont (2021), quien distingue tres grandes motivaciones. En primer lugar, los inversionistas de un SPAC tienen la opción de redimir sus tenencias a un valor similar a lo que pagaron por ellas, más intereses acumulados, por lo cual tienen una garantía de repago, o un “refugio de valor” de su dinero mientras la fusión no se complete. Además, cuentan con un warrant que puede tener mucho valor si el SPAC tiene éxito en el futuro. Este warrant es similar a una apuesta libre de riesgo sobre el éxito del SPAC. En segundo lugar, en el lapso de tiempo previo a la fusión o al de-SPAC, la acción del SPAC cotiza en los mercados autorizados, generando oportunidades de incremento de valor para los accionistas por las expectativas de que se genere una

transacción favorable o por la sola volatilidad del mercado. Finalmente, existe la opinión de que los inversores que están involucrados en un SPAC desde el principio podrían tener la oportunidad de poseer una participación mayor en la empresa fusionada final que la que podrían lograr en la ruta tradicional de salida a bolsa. Normalmente, el número de acciones que se conceden a los inversores en un IPO tradicional es inferior al que solicitan, debido al exceso de demanda.

Pasando al tercer grupo de participantes, las empresas target u objetivo, la mayoría de las mismas son start-ups que han pasado ya por instancias de financiamiento a través de fondos de Venture Capital. Bazerman y Patel (2021) enfatizan en el hecho de que los SPACs son especialmente atractivos para este tipo de compañías. Las empresas que están en esta etapa de su ciclo de vida enfrentan un crecimiento exponencial y requieren de elevadas sumas financieras para poder sostener ese crecimiento. Al llegar a este punto suelen considerar varias opciones: hacer un IPO tradicional, hacer un direct listing, vender el negocio a otra empresa o a una empresa de private equity, o recaudar capital adicional de fondos de cobertura u otros inversores institucionales. Una de las alternativas que mejor responde al conjunto de necesidades de estas empresas es el lanzamiento de un SPAC. Sus características de ser una “cáscara” vacía de operaciones, hacen que el SPAC sea altamente personalizable y que no haya que enfrentar antagonismos o riesgos de sinergias negativas una vez consumada la fusión.

Algunas de las ventajas que encuentran este tipo de empresas para fusionarse con un SPAC son las siguientes (Lamont, 2021): en primer lugar, se puede acordar un precio justo de fusión, potencialmente más alto al de un IPO. Por lo general en el IPO se suele subvaluar el precio de salida para generar un efecto conocido como *IPO “pop”*, que permite que el precio de la acción suba con fuerza en los primeros días de negociación. Esto hace que los emisores sientan que dejaron dinero sobre la mesa, hecho que no se da en el SPAC donde el precio se negocia entre las partes. Por otro lado, las empresas privadas pueden hacer uso de proyecciones financieras futuras a la hora de ofrecerse a un SPAC en una negociación, algo que puede empujar fuertemente a empresas tecnológicas o de crecimiento rápido. En un IPO tradicional no se puede hacer uso de proyecciones futuras para no enfrentar potenciales reclamos y demandas si las mismas no se cumplen. En tercer lugar, las empresas tienen más certeza respecto al precio final de transacción que frente a un IPO. El precio de adquisición se negociará con el sponsor y se establecerá en el acuerdo de fusión. En el IPO tradicional los suscriptores establecen un rango, pero ese rango varía según las condiciones del mercado. Por último, la fusión con un SPAC es más rápida y menos costosa que la salida vía IPO.

Si bien son muchos los incentivos para las empresas privadas para mostrarse como objetivo de un SPAC en búsqueda de una transacción, Damodaran (2021) advierte una cuestión importante por la cual, bajo su punto de vista, este mecanismo no es el mejor para las empresas. Al crear capas de dilución, primero a los sponsors, luego al levantar capital de los PIPE y finalmente de los warrants otorgados en el camino, imponen cargas sobre la acción que son difíciles de superar. Su análisis deja entrever un cierto rango o *seniority* entre los participantes de un SPAC, donde en primer lugar se encuentran los sponsors, en segundo lugar, los inversores y, por último, las empresas privadas, quienes deben satisfacer en primer lugar los objetivos de los dos participantes anteriores.

2.b.5) Estructura de capital de un SPAC

Entrando en los detalles institucionales de un SPAC, detalla Bodewes (2021) que su estructura de capital está conformada por *SPAC units (unidades del SPAC)* las cuales constan de una acción ordinaria cada una y una fracción de un warrant, que da derecho a los inversores a comprar una nueva acción ordinaria a un precio de ejercicio generalmente fijado en 11,50 dólares (para los SPACs con precio de acción de 10 dólares, que son prácticamente la totalidad desde el año 2013). Este warrant tiene un período de vida de hasta 5 años más a partir del momento de la concreción de una fusión o adquisición, aunque puede expirar antes si el accionista opta por redimir su participación o si se liquida el SPAC.

Lin et al (2021) tratan en detalle el tema de los warrants y su dinámica de negociación; inicialmente, los mismos se negocian junto con la acción ordinaria a nivel de unidad. Típicamente, después de transcurrido cierto período de días de negociación (entre 50 y 90), los warrants y las acciones se comienzan a negociar por separado. En raras ocasiones, algunas unidades incluyen también el derecho a una fracción (típicamente 1/10 de una acción) que se puede negociar también por separado. Es importante aclarar, respecto a los términos y condiciones dispuestos en la creación de un SPAC, que estos no siempre son homogéneos entre todos los SPACs, ya que cada sponsor puede disponer términos distintos respecto al valor de fracción de los warrants, al precio de ejercicio de los mismos y hasta de los plazos de redención de los mismos. Si un warrant no se ejerce dentro del período de tiempo pactado en el contrato, el mismo pierde su valor y el accionista no puede hacer nada con estos consumido ese tiempo.

Las acciones emitidas cuando se crea un SPAC se pueden clasificar en dos: acciones comunes clase A, que son las adjudicadas a los inversores que compran en el IPO, también denominadas “acciones del inversor” o “acciones públicas”, y acciones comunes clase B o clase F, que son las adjudicadas al sponsor, también denominadas “acciones del fundador”. Layne y Lenahan (2018) reparan en esta clasificación, aunque aclaran en primer lugar que tanto las acciones del inversor como las acciones del fundador votan conjuntamente como una clase única y son prácticamente idénticas excepto por algunas cláusulas anti-dilución. En muchas estructuras de SPACs, las acciones del fundador se convierten automáticamente en acciones públicas en el momento de la transacción de-SPAC en una base de uno por uno. Sin embargo, si se emiten acciones públicas adicionales o valores vinculados a acciones (definidos como “acciones del SPAC o sus subsidiarias” que son convertibles o canjeables por acciones del SPAC) en relación con el cierre de la transacción de-SPAC (excluyendo acciones y valores vinculados a acciones emitidos al vendedor de la empresa objetivo), la relación de intercambio en la que las acciones del fundador se convierten en acciones públicas se ajustará para que las acciones del fundador sean hasta el 20% del total de acciones de toda clase en circulación.

Respecto al fundamento de la existencia de los warrants, Klausner et al (2020) afirman que los mismos son una forma de compensar a los inversores por estacionar su liquidez en el SPAC por casi dos años, mientras que Rodrigues y Stegemoller (2021) los describen como un *sweetener* (*endulzante*) para atraer a los compradores del IPO que no pueden esperar el *pop* (*estallido*) que acompaña a un IPO típico.

Layne y Lenahan (2018) presentan algunos comentarios en torno a su ejercicio y a las particularidades con aquellos contenidos en las acciones del fundador. Los mismos se vuelven ejercitables en (i) 30 días después de la transacción de-SPAC y (ii) el aniversario de doce meses del IPO del SPAC, lo que ocurra más tarde. Los warrants de las acciones públicas están diseñados para liquidarse en efectivo, lo que significa que los inversores tienen que entregar 11,50 dólares por warrant en efectivo a cambio de una acción. Los warrants de las acciones del fundador pueden liquidarse por el neto (también conocido como "ejercicio sin efectivo"), lo que significa que el tenedor no está obligado a entregar efectivo, pero se emite una cantidad de acciones con un valor justo de mercado igual a la diferencia entre el precio de negociación de la acción y el precio de ejercicio del warrant. Adhieren los autores que, si los warrants de las acciones públicas son ejercitables y las mismas cotizan por encima de un precio fijo (normalmente 18 dólares por acción) durante un período de tiempo, estos warrants podrán ser rescatados por la empresa de forma compulsiva por una contraprestación nominal, forzando efectivamente a los tenedores de estos warrants a ejercer o a perder el valor de los mismos. Los warrants de las acciones del fundador no son redimibles. Con la excepción de la característica de ejercicio sin efectivo y que no son redimibles, los warrants de las acciones públicas y los de las acciones del fundador tienen términos idénticos.

Una vez realizado el IPO inicial y adjudicadas las acciones tanto a los inversores como a los fundadores, el dinero resultante de dicha colocación debe ser segregado en un *trust account* (*cuenta de fideicomiso*), también llamada *escrow account* (*cuenta de garantías separada*). Afirma Lewellen (2009) que el capital mantenido en esta cuenta generalmente supera el 95% de los ingresos brutos de la oferta pública inicial y suele invertirse en *U.S. Treasury Bills* (*valores del gobierno de los Estados*

Unidos a corto plazo) con fecha de vencimiento menor a seis meses. Por lo general, tienen permitido los patrocinadores utilizar un valor predeterminado, extraído de los intereses devengados en la cuenta del fideicomiso, para cubrir el pago de impuestos, gastos administrativos tales como espacio de oficinas y otras expensas. Sin embargo, no pueden utilizar el dinero retenido en el fideicomiso para pagarse a sí mismos salarios, honorarios o cualquier otra forma de compensación.

Según este autor, la ventaja de mantener el dinero en una cuenta escrow es que justamente la administración de la misma la lleva un tercero distinto a los patrocinadores, quienes sólo pueden hacer uso de este dinero cuando se activan las cláusulas previstas en el contrato, es decir, cuando se consuma una transacción de compra o cuando se liquida el SPAC por no haber completado a tiempo una combinación de negocios. En este último caso, los accionistas pasan a ser los beneficiarios del fideicomiso y tienen derecho a su parte prorrateada del monto total existente en la cuenta.

Continúa explicando Lewellen (2009), que tanto las acciones públicas como los warrants de estas acciones cotizan en los mercados donde ha sido listado el SPAC, pudiendo los inversores negociar sus posiciones en cualquier momento del tiempo, siempre y cuando la acción tenga liquidez, es decir demandantes y oferentes activos en precios cercanos. Los niveles de precio y la volatilidad que puedan tener las acciones dependerán en gran parte en el momento de vida del SPAC en que se quieran negociar. Naturalmente, realizar una compra antes de un potencial anuncio de una adquisición puede ser una jugada especulativa en la cual, si la misma genera sinergias positivas y el mercado percibe esto como atractivo, seguramente la acción suba en los días siguientes a producida dicha transacción. Si por el contrario el mercado advierte que la potencial adquisición o fusión no agrega valor a las compañías en cuestión, seguramente haya muchos inversores que quieran desprenderse rápidamente de la acción y esto haga que el precio caiga.

2.b.6) Etapas en la vida de un SPAC

El ciclo de vida de un SPAC puede dividirse en dos grandes períodos, como refieren Gahng, Ritter y Zhang (2021);

- 1- *SPAC period (período SPAC)*, el cual comprende desde el momento en que se lanza el IPO del SPAC hasta el momento en que se completa la combinación de negocios o se liquida el SPAC.
- 2- *deSPAC period (período deSPAC)*, el cual comienza desde el primer día de negociación como una empresa fusionada.

Shachmurove y Vulcanovic (2017) agregan una etapa más, previa a las anteriores, que es la de la formación o establecimiento del vehículo antes de la oferta pública inicial, porque está demostrado que los acuerdos contractuales definidos en esa etapa muchas veces determinan los resultados a largo plazo. En resumen, según estos autores, el ciclo de vida de un SPAC, puede resumirse a partir de tres momentos cruciales de los cuales dependerán el éxito y la trascendencia del SPAC como empresa.

En primer lugar, la etapa de la creación o establecimiento del SPAC, en la cual los patrocinadores arman la empresa “cáscara”, la registran en los organismos correspondientes y empiezan a trazar la hoja de ruta para levantar fondos en el IPO.

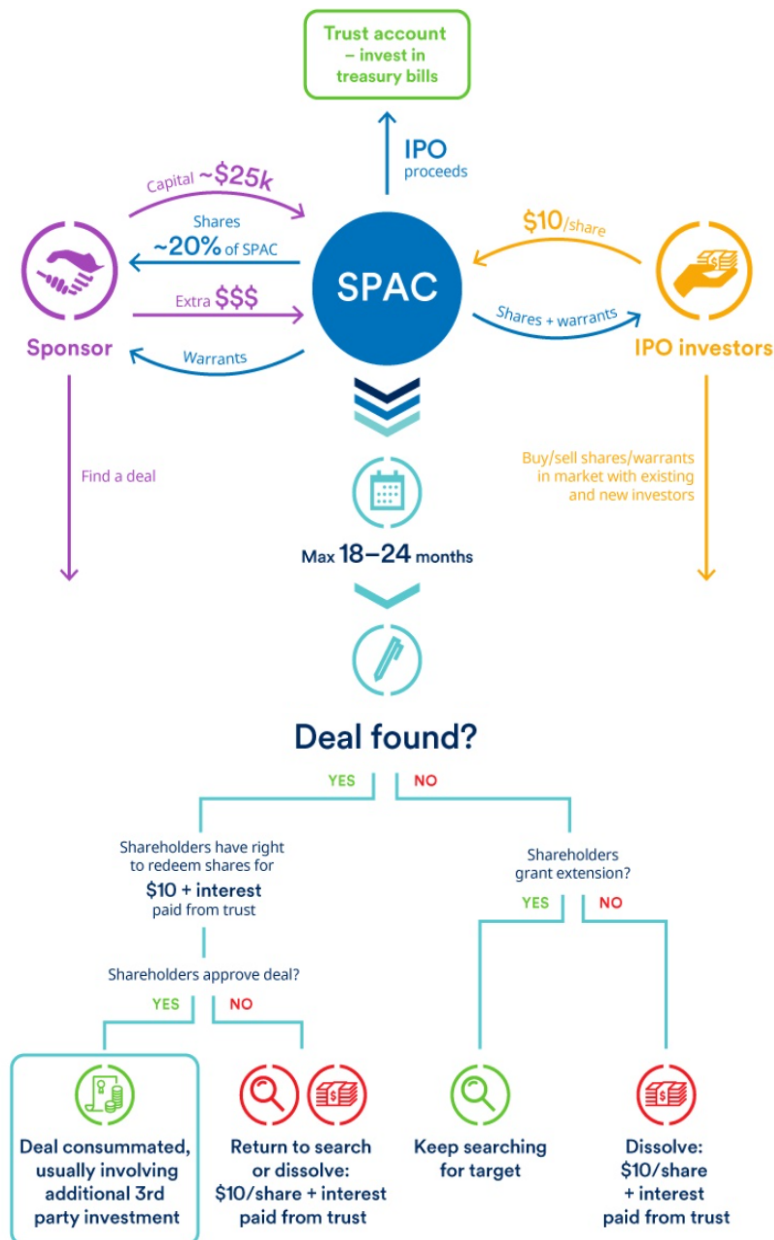
En segundo lugar, la etapa que comienza con el IPO, momento en el cual el SPAC es lanzado públicamente, recaudando los fondos de los inversores y adjudicándoles a cambio las correspondientes participaciones accionarias. Luego del IPO, empieza a correr un período que suele durar entre 18 y 24 meses, durante los cuales los fundadores deberán guiar al SPAC hacia una combinación de negocios, es decir, encontrar empresas objetivo alineadas con el perfil económico del SPAC, negociar la fusión o adquisición y luego convencer a los inversores a avanzar con dicha transacción.

Por último, la etapa que comienza con la combinación de negocios, momento en el cual se presenta una posible transacción a los inversores y los mismos votan a favor o en contra de la misma.

Si la transacción es aprobada por la mayoría de los inversores, se avanza con el proceso de fusión o adquisición, mientras que, si la mayoría rechaza la transacción, se puede solicitar una extensión para continuar el proceso de búsqueda o pasar directamente al proceso de liquidación, donde los fondos son reintegrados a los accionistas. En este momento suele ser necesario, en muchas ocasiones, que el SPAC deba salir a buscar dinero adicional para completar el trato principalmente por dos motivos: porque la empresa target suele ser más grande que el dinero recaudado originalmente por el SPAC y porque parte del dinero deberá usarse para redimir acciones de los que votan en contra de la propuesta de combinación. Parte de este dinero puede ser provisto por los patrocinadores, pero la mayoría de las veces este dinero proviene de nuevos inversores en lo que se denomina *PIPE (Private Investment in Public Equity o Inversión Privada en Acciones Públicas)*, mecanismo que se analizará en detalle posteriormente.

A continuación, en la Figura 4 se puede observar un resumen del ciclo de vida de un SPAC, donde se presentan los distintos escenarios que pueden ir sucediendo. Como se puede observar, la vida de un SPAC es una línea de tiempo donde destacan dos momentos cruciales, el IPO y el evento de-SPAC, ya que lo sucedido en ambos momentos condiciona el desenlace del instrumento.

Figura 4: *Resumen del ciclo de vida de un SPAC*



Nota: La figura 4 muestra en resumidas cuentas cómo es el ciclo de vida convencional de un SPAC, comenzando por el IPO donde se recauda dinero de inversores y sponsors, y a cambio se les otorgan sus respectivas clases de acciones. Posteriormente, el SPAC entra en el período de búsqueda de una empresa objetivo para realizar una adquisición. Cuando encuentra esta empresa, los accionistas deben votar a favor o en contra y en base a ese resultado se procede a la combinación del negocio o a la liquidación del SPAC. Extraído de: “*The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets*” (Lamont, 2021).

Lewellen (2009) define cuatro categorías dentro de las cuales se pueden asignar a los SPACs en cualquier momento después del IPO:

- o *No Target (sin objetivo)* - NT: cuando el SPAC aún no ha anunciado sus intenciones de adquirir una compañía.
- o *Target Found (objetivo encontrado)* - TF: cuando el SPAC ha anunciado una adquisición propuesta pero aún no se ha completado la misma.
- o *Acquisition Completed (adquisición completa)* - AC: cuando el SPAC ha completado la adquisición de una o más compañías.

- o *Acquisition Withdrawn (adquisición retirada)* - AW: cuando el SPAC se ha retirado de un proceso de adquisición previamente anunciado.

Esta metodología de clasificación es muy utilizada por la industria ya que ayuda una identificación rápida del estado de situación de cada SPAC, facilitando la búsqueda para las empresas interesadas en ser adquiridas. El sitio web SPAC Insider (www.spacinsider.com), uno de los principales sitios especializados en monitoreo de SPACs, utiliza una clasificación muy similar para ir registrando el estado de situación de cada SPAC creada;

- *Filed for IPO (presentadas para hacer el IPO)*
- *Searching (en búsqueda de empresas objetivo)*
- *Announced (con adquisición anunciada y en proceso)*
- *Completed (con adquisición completada)*
- *Liquidated (liquidada)*

Cuando el SPAC se encuentra en la instancia de combinación con una empresa objetivo, las decisiones de acción requieren de la participación de los accionistas, quienes deberán ejercer su derecho político de voto para consentir, rechazar o abstenerse de avanzar con la transacción. En su boletín informativo de SPACs dirigido a inversores, la SEC (2021) describe una serie de documentos que los patrocinadores deben enviar a los inversores ante un evento como el mencionado.

Si el SPAC busca la aprobación de los accionistas de la combinación comercial inicial, proporcionará a los mismos un *proxy statement (declaración de poder)* antes de realizar la votación. En los casos en que el SPAC no solicite la aprobación de los accionistas públicos, debido a que ciertos accionistas, como el patrocinador y sus afiliados, tienen suficientes votos para aprobar la transacción, proporcionará a los accionistas un *information statement (declaración de información)* antes de la finalización de la transacción. El poder o declaración de información contendrá información importante sobre el negocio de la empresa que el SPAC desea adquirir, los estados financieros de la empresa, los intereses de las partes en la transacción, incluido el patrocinador del SPAC, y los términos de la transacción, incluida la estructura de capital de la entidad combinada. Si se completa la transacción y un inversor decide que no desea seguir siendo accionista, se le brindará la oportunidad de redimir sus acciones ordinarias por su participación prorrateada del monto total depositado en la cuenta fiduciaria tomando los pasos descritos en el poder o declaración de información. Si no se requiere que un SPAC proporcione a los accionistas un poder o una declaración de información (por ejemplo, cuando por contrato el SPAC no requiere aprobación de los accionistas para avanzar con una transacción), los mismos recibirán un *tender offer statement (declaración de oferta pública de adquisición)* que contiene información sobre el negocio objetivo y sus derechos de redención.

Si al finalizar el período de combinación de negocios de 18-24 meses post-IPO el SPAC no ha logrado avanzar con una combinación de negocios, el mismo debe ser liquidado. Moon (2021) describe el proceso de liquidación, en el cual los inversores recibirán un valor del fondo prorrateado en base a su participación accionaria, que consiste básicamente en el dinero invertido originalmente más los intereses devengados durante el período post IPO. En el escenario de liquidación, el sponsor pierde la totalidad de su inversión, ya que su compensación se activa solo en caso de una combinación exitosa, donde su tenencia accionaria pasa a ser del 20% del SPAC.

2.b.7) Riesgos de invertir en una SPAC

Evidentemente los SPACs han cobrado gran popularidad en la industria financiera en los últimos años, llamando la atención tanto de fondos de inversión e inversores experimentados como también de muchos inversores principiantes, quienes al asociar estos instrumentos con celebridades o figuras reconocidas se ven tentados a poner su dinero en los mismos.

En este contexto, los principales reguladores en Estados Unidos están llevando adelante una intensa campaña de educación financiera, informando a la población inversora acerca de estos conceptos que para muchos son nuevos y desconocidos, divulgando información pública de

transacciones similares y hasta publicando alertas y recomendaciones para evitar que estos inversores operen por fuera de su perfil de riesgo o caigan en algún tipo de estafa.

En una de sus publicaciones más recientes, el organismo FINRA (2021) advierte sobre los principales riesgos de invertir en estos instrumentos, aclarando por supuesto que los mismos impactan de forma diferente de acuerdo al perfil de riesgo de cada inversor, los cuales se exponen a continuación.

En primer lugar, el organismo advierte que en un SPAC hay menos información que en un IPO tradicional. En este último, la empresa que busca cotizar en bolsa generalmente debe proporcionar una gran cantidad de información y pasar por procesos de debida diligencia antes del lanzamiento. Por el contrario, con un SPAC, se requiere menos documentación y los primeros inversores suelen invertir únicamente en función de la reputación de los patrocinadores. Estas inversiones representan una propiedad fraccionada de un depósito en una cuenta fiduciaria.

En segundo lugar, define a los SPACs como inversiones especulativas. A través de los SPACs, los inversionistas pueden verse expuestos a empresas y negocios nacionales o extranjeros con diferentes perfiles de riesgo, y pueden encontrarse con un modelo comercial "basado en exageraciones" que se enfoca en las esperanzas de los inversionistas de obtener ganancias descomunales sin prestar suficiente atención a los riesgos potenciales a largo plazo. Existe la posibilidad de que la velocidad del proceso SPAC pueda atraer sectores o modelos comerciales "populares" que pueden ser solo modas a corto plazo en lugar de negocios viables a largo plazo. Las empresas que se fusionan con los SPACs y se hacen públicas evitan un escrutinio más estricto del que habrían estado sujetas si hubieran pasado por el proceso tradicional del IPO. Por ejemplo, la SEC no revisa los estados financieros de la empresa de adquisición hasta después de que se produce la adquisición, mientras que el SPAC puede presentar sus propias proyecciones financieras de la empresa objetivo a los inversores (algo que no está permitido cuando se comercializa una oferta pública inicial tradicional).

El tercer riesgo de invertir en un SPAC que marca el organismo son los costos y los incentivos de los patrocinadores. Estos últimos asumen un riesgo de reputación para hacer público un SPAC y encontrar una empresa objetivo adecuada. Como resultado, los patrocinadores de SPACs generalmente son compensados por este riesgo en forma de un mayor descuento en el precio que una empresa objetivo puede obtener si opta por la salida a bolsa tradicional. Cuando un SPAC recauda dinero de inversionistas públicos, los inversionistas públicos generalmente pagan al menos una tarifa de banca de inversión del 5,5% y generalmente otorgan a los patrocinadores un 20% de interés en el SPAC en forma de capital, posiblemente además de otras tarifas indirectas. Teniendo en cuenta todas estas tarifas potenciales y otras formas de compensación, algunos participantes del mercado ven a los SPAC como más caros que los IPO tradicionales, con aproximadamente 1/3 de los fondos recaudados de los inversores de IPO retirados en promedio de la cuenta fiduciaria en tarifas y compensación para el momento en que se produce la fusión.

En cuarto lugar, el organismo hace énfasis en los conflictos de interés y las posibilidades de fraude. Como se señaló anteriormente, el proceso SPAC depende en gran medida de suscriptores y patrocinadores que están incentivados para identificar un objetivo de adquisición debido a las participaciones de propiedad que ambas partes tienen en los SPAC. Los inversionistas deben ser conscientes de los posibles conflictos de intereses entre los patrocinadores y los accionistas de SPACs, ya que los patrocinadores (dado su interés del 20% en las acciones ordinarias de SPACs con un gran descuento) pueden obtener ganancias cuando se completa una adquisición, incluso si la adquisición resulta infructuosa para los inversionistas. Esto también aumenta el riesgo de posible uso indebido de fondos y posible fraude a través de tergiversaciones u omisiones con respecto a las perspectivas de la empresa objetivo. Además, los suscriptores y los patrocinadores de SPACs pueden poseer información material no pública sobre los posibles objetivos de adquisición de SPACs y comerciar con ese conocimiento.

Por último, aclara el organismo el tema de la fluctuación del precio, como en otros activos. Los SPACs suelen tener un precio de 10 dólares por unidad durante el IPO, pero cuando estas

unidades comienzan a cotizar, sus precios de mercado pueden fluctuar, a veces significativamente, incluso antes de que se identifique un objetivo de fusión. Dadas las tarifas mencionadas anteriormente, comprar a un precio elevado puede dificultar que los inversores vean un retorno positivo de su inversión cuando se completa una adquisición.

2.c) Etapas finales de un SPAC - Conceptos

2.c.1) Transacción de-SPAC

Como se mencionó anteriormente, el ciclo de vida de un SPAC llega a su punto cúlmine una vez que el vehículo logra adquirir o fusionarse con una empresa privada, lo que se denomina como proceso de “de-SPACing” o simplemente “de-SPAC”. Este proceso se asimila en muchos aspectos a la fusión de una empresa pública, donde se debe cumplir con la presentación de una *Letter of Intent (Carta de Intención)*, llevar a cabo procesos de debida diligencia e informar públicamente los acuerdos de fusión a través de los reguladores. Sin embargo, los socios del bufete Mayer Brown LLP, Jackson, Pinedo y Best (2021) señalan algunos puntos clave que diferencian al proceso de de-SPAC respecto a la fusión de una empresa pública. En una transacción de-SPAC se requiere aprobación de los accionistas a través de declaración de poder o poder/prospecto. Además, existe la oportunidad de redención para los accionistas del SPAC. En tercer lugar, existe una mayor flexibilidad (e incertidumbre) en la consideración de compra.

Movsovich, Harris y Yeager (2021), socios del bufete *Kirkland & Ellis*, detallan como se puede llevar adelante una combinación de negocios para un SPAC. La misma puede estructurarse como un *cash out (retiro con dinero)* para la empresa objetivo, como un *reverse merger (fusión inversa)*, o también como una combinación de ambas modalidades. Los acuerdos de cash out implican un pago significativo en efectivo para los accionistas de la empresa objetivo, mientras que, en una fusión inversa, los propietarios existentes recibirán relativamente poca o ninguna liquidez, pero la empresa objetivo privada obtiene el estado público con el SPAC y, por lo tanto, evita la mayoría de los pasos complejos relacionados con el proceso de oferta pública inicial tradicional.

Continúan Movsovich et al (2021) exponiendo las principales ventajas que tiene un proceso de de-SPAC respecto sobre un IPO tradicional para los vendedores de una empresa objetivo. En una transacción de-SPAC, una empresa puede utilizar proyecciones financieras futuras, negociar de manera confidencial antes de la determinación del precio y utilizar incentivos de ganancias en los términos de la transacción. Además, la transacción de-SPAC suele tomar varios meses menos que un IPO tradicional y tiene la gran ventaja de que no está sujeta al riesgo de mercado como si lo está el IPO, dado que las empresas acuerdan la fecha de salida de acuerdo al contexto de mercado en el que están.

Una transacción de-SPAC suele tomar en promedio entre dos y cinco meses en concretarse y consta de varios pasos o etapas, tal como especifican Jackson et al (2021). El primer paso es la identificación de las empresas objetivo y la selección de las mismas. Posterior a eso, se comienzan a preparar los documentos para llevar a cabo la combinación de negocios para ponerlos a consideración de los accionistas quienes deberán aprobar o no la potencial transacción posteriormente. A continuación de esto, se hacen los anuncios y se firman los acuerdos entre las empresas, a la par de que se elaboran los acuerdos PIPE que el SPAC haya buscado, para recibir los fondos necesarios para hacer la transacción. En una instancia posterior, se hace la presentación de documentación ante la SEC, quien hará las revisiones pertinentes y determinará si la transacción obtiene la aprobación regulatoria. Con todos los pasos anteriores completos y con la aprobación de la SEC, el SPAC ya está en condiciones de hacer un roadshow para salir a “vender” la transacción a los accionistas y a los potenciales inversores del PIPE. También en esta instancia se deberá proceder a satisfacer las redenciones solicitadas por los accionistas que decidan retirarse.

2.c.2) PIPE

Los SPACs tienen establecido un límite sobre la mayor cantidad de redenciones que pueden ocurrir durante la votación de una posible fusión. Moon (2021) aborda este tema aclarando que, para ser aprobada la transacción, no basta con que la mayoría de los accionistas aprueben la misma, sino que las redenciones deben estar por debajo de ese límite establecido, ya que sino la transacción fracasa. Ambos mecanismos motivan a los sponsors del SPAC a encontrar un objetivo de calidad que satisfaga a los inversores. Lakicevic y Vulcanovic (2011) profundizan su análisis en los niveles de redención, exponiendo que para el período que abarca desde 2003 hasta 2006 el nivel del umbral fue del 20%, aumentando al 84,24% en el período que abarca desde 2009 a 2012. Incluso si los reembolsos no superan el umbral y la fusión se lleva a cabo, una cantidad elevada de reembolsos afecta negativamente la imagen de la empresa fusionada.

Klausner et al. (2020) reafirman esta tendencia de redenciones en aumento exhibiendo que la tasa de redención media fue del 58% para las fusiones entre 2019-2020 y que el 77% de los SPAC recaudaron dinero adicional en el momento de sus fusiones. Los rescates agotan el valor del fideicomiso, dejando menos capital para la empresa objetivo, como refiere Moon (2021). Debido a este problema potencial de los reembolsos, las empresas objetivo establecen un requisito mínimo de ingresos a recibir en el acuerdo de fusión. Si el valor del fideicomiso cae por debajo de esto, pueden renegociar y aceptar una oferta más baja. La empresa objetivo puede aceptar un nuevo acuerdo con menos capital o buscar nuevos fondos a través del PIPE.

Los sponsors son los encargados de buscar nuevos inversores de PIPE aprovechando sus conexiones con el mundo del capital privado, comentan Gahng et al. (2021). Incluso el mismo sponsor puede funcionar como inversor de PIPE, dicen los autores. El PIPE es un mecanismo rápido y efectivo para recaudar el dinero necesario para completar una transacción, más apropiado que una segunda oferta pública por todos los requisitos que la misma conlleva. Por lo general, los inversores PIPE suelen ser fondos de *private equity*, *venture capital* o inversores institucionales, que se hacen de nuevas acciones del SPAC a un valor de descuento respecto al valor de mercado.

De los SPAC que recaudaron dinero adicional en el momento de la fusión dentro del período 2019-2020 estudiado por Klausner et al. (2020), el 83% recaudó dinero de inversores externos, el 61% recaudó dinero de los patrocinadores y el 44% recaudó dinero de ambos. El inversor PIPE está cada vez más presente en este tipo de transacciones debido a que le otorga la posibilidad de entrar en un instrumento que ya tiene cotización pública haciéndolo a un precio de descuento. Como dicen Gryglewicz, Hartman-Glaser y Mayer (2022), las inversiones PIPE tienen cada vez más un rol prominente en las adquisiciones de SPACs. Por otro lado, Batsev y Katz (2021) afirman, según su parecer, que una inversión PIPE ofrece el punto de entrada más promisorio a un SPAC.

2.c.3) Reverse merger o fusión inversa

El *reverse merger* (*fusión inversa*) es un mecanismo utilizado por empresas privadas para hacerse públicas. Naumovska (2021) describe que, mediante esta transacción, una empresa de capital privado se fusiona con un “caparazón vacío” que tiene cotización pública para quedar listada públicamente sin todas las exigencias y rigores de una oferta pública inicial tradicional. El caparazón, o empresa cáscara, suele ser un remanente de una empresa pública previamente operativa, que no ha sido deslistada del mercado en el que cotiza. Un SPAC es uno de los tipos de empresas cáscaras o caparazones que pueden formar parte de una transacción de fusión inversa, aunque su principal diferencia con una empresa cáscara estándar es que el SPAC posee liquidez depositada en un fideicomiso o cuenta escrow, producto del IPO realizado, justamente a los fines de conseguir una fusión con una empresa privada.

Continúa exponiendo la autora que la figura de la fusión inversa ha abierto muchas puertas para empresas privadas en búsqueda del status público. Bajo la óptica del empresario privado, este mecanismo le permite tener acceso al mercado de capitales y a una cotización pública, con cierta rapidez y con costos relativamente bajos. A diferencia del IPO, la exigencia de presentación de información al ente regulador es bastante menor para la empresa privada y no es necesario contratar

bancos de inversión para llevar adelante la transacción de colocación en el mercado. Bajo la óptica del inversor, por otro lado, las fusiones inversas suelen ser tomadas con cautela, ya que se ha utilizado mucho esta figura en maniobras de *pump and dump* (técnica mediante la cual se manipula o infla el precio de un activo a través de información falsa que se hace circular al mercado, para luego vender el activo a un precio considerablemente mayor), y debido también a que la performance histórica de este tipo de empresas post-fusión no es positiva.

Este mecanismo ha tenido un gran impacto en los mercados en las últimas décadas, aunque existen puntos de vista opuestos acerca de su utilidad y de los beneficios que les han aportado a los mercados, especialmente en Estados Unidos, donde muchos cuestionan el aprovechamiento que han hecho de este mecanismo muchas empresas chinas que adquirieron empresas cáscaras estadounidenses para lograr estar en esa vidriera.

En un artículo donde busca analizar las diferencias entre las fusiones inversas y los SPACs, John Gustav (2021) comenta que después de una investigación de 2010 sobre operaciones extranjeras que cotizan en Estados Unidos, la SEC encontró pruebas sustanciales de abuso de empresas cáscara inactivas, y en 2012, después de la explosión de fusiones inversas de empresas chinas, tomó una posición, suspendiendo el comercio en casi 400 de dichas empresas para evitar que inversores fraudulentos "secuestren" la entidad corporativa para inflar los precios y luego deshacerse de las acciones. Según Robert Khuzami (2012), director de la División de Cumplimiento de la SEC en 2012, las empresas cáscara vacías son para los manipuladores de acciones y los estafadores que inflan precios, lo que las armas son para los ladrones de bancos, las herramientas con las que ejercen su comercio ilegal.

Respecto a las SPACs, Gustav (2021) manifiesta que, por el contrario, en esta transacción la empresa privada toma posesión de una empresa cáscara limpia, sin antecedentes ni operaciones previas. No hay responsabilidades potenciales asociadas con actividades operativas pasadas como las hay con fusiones de caparzones inactivos. En la mayoría de los casos, los sponsors del SPAC también retienen la propiedad, a diferencia de las fusiones inversas tradicionales, en las que la administración y la junta directiva supervivientes son las de la empresa de operaciones adquirida.

En definitiva, para una empresa privada buscando hacerse pública a través del uso de este mecanismo de fusión inversa, tener de contraparte pública a un SPAC en lugar de una empresa cáscara inactiva, parece ser mucho más conveniente, tanto por la opinión pública y regulatoria reinante, como por las ventajas que este tipo de empresas reportan. Como refiere Sjostrom (2008), en una fusión inversa con un SPAC, la compañía privada recibirá una gran inyección de efectivo porque el SPAC aporta los ingresos de su oferta pública inicial, además de lo que pudiera recaudar del PIPE. También destaca la liquidez de la acción que están adquiriendo, porque el SPAC ya viene de al menos 18 meses de negociación en un mercado establecido.

3. DESARROLLO

3.a) Historia y evolución de la figura SPAC

3.a.1) Blank check companies: definiciones y antecedentes

Como lo expresan Dimic, Lawrence y Vulcanovic (2020), al ser los SPACs una innovación relativamente reciente en los mercados financieros, representan estructuras corporativas diferentes a todas las demás empresas examinadas en los estudios típicos de un IPO. La figura del SPAC, lejos de estar concebida como una empresa convencional, con un objeto social determinado, desarrollando su actividad en una industria particular y con experiencia probada ofreciendo un producto o servicio, asemeja su estructura a las denominadas “compañías cheque en blanco”.

Las compañías cheque en blanco están reguladas en Estados Unidos dentro de la “*Securities Act 1933*”, o Ley de Valores de 1933, también conocida como la Ley Federal de Valores, que fue

promulgada por el Congreso de los Estados Unidos el 27 de mayo de 1933. Dicho texto, que se legisló de conformidad con la Cláusula de Comercio Interestatal de la Constitución, controla el registro de valores en la SEC y los mercados bursátiles nacionales, mientras que la Ley subsiguiente de 1934, controla la negociación de esos valores. Ambos textos componen el cuerpo principal de la Ley de Valores de los Estados Unidos y han sido sujeto de actualizaciones y reformas a lo largo de los años. Como menciona Wood (2016), analista de Business Wire, estas leyes exigen que las empresas públicas y ciertas personas divulguen públicamente los hechos que serían importantes para la decisión de un inversor de comprar o vender valores, e imponen responsabilidades civiles y penales a quienes no cumplan.

En su Sección 230.419, mejor conocida como *Rule 419 (Regla 419)*, introducida en el año 1992 por la SEC, la Ley presenta las regulaciones relacionadas a las compañías cheque en blanco, a las cuales define de la siguiente forma;

“(i) *Una compañía cheque en blanco es una empresa en etapa de desarrollo que no tiene un plan de negocios específico o propósito o ha indicado que su plan de negocios es participar en una fusión o adquisición con una empresa o empresas no identificadas, u otra entidad o persona; y*

(ii) Está emitiendo “penny stocks (acciones pequeñas)”, como se define en la *Regla 3a51-1 (17 CFR 240.3a51-1) en virtud de la Ley del Mercado de Valores de 1934 (“Ley de Mercados”)*.

Mientras que, la *Rule 3a51-1 (Regla 3a51-1)* que refiere a las acciones de micro capitalización o penny stocks, excluye de la definición formal de este tipo de acciones, entre otras, a todas aquellas cuyos activos netos tangibles superan los 5 millones de dólares. También se excluye a aquellas empresas que ha tenido ventas promedio de los últimos tres años mayores a 6 millones de dólares anuales.

Previo a adentrarnos en algunos conceptos técnicos acerca de este tipo de compañías, es necesario conocer los hechos que fueron contribuyendo a la evolución de las mismas, desde su origen hace más de dos siglos, hasta llegar al SPAC, analizando algunos eventos regulatorios, culturales y hasta propiamente financieros, que ayudan a explicar dicha evolución.

En su estudio de los principales antecedentes y registros históricos de empresas similares a los SPACs, Shachmurove y Vulcanovic (2017) se remontan a los orígenes de las compañías cheques en blanco como vehículo de inversión. La historia los lleva a la Inglaterra del Siglo XVIII, donde se comenzó a referir a los cheques en blanco como *blind pools (fondos ciegos donde el ahorrista no sabe que se hace con el dinero)* durante la infame burbuja de los Mares del Sur (*South Sea Bubble*). Dicha burbuja especulativa se produjo alrededor de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur (*South Sea Company*), una compañía de comercio internacional que tenía el monopolio del comercio británico con las colonias españolas de Sudamérica y las Indias Occidentales. A cambio del monopolio sobre estos derechos comerciales exclusivos, la Compañía de los Mares del Sur asumió toda la deuda británica sobre los costos de participación del país en dicho conflicto. Dado que el comercio directo con las colonias españolas estaba muy restringido, el asiento de la Compañía se presentaba como una oportunidad de inversión inigualable para muchos inversores. Los rumores de las riquezas de Sudamérica avivaron este instinto especulador entre personas de todas las clases sociales, que no querían perder semejante oportunidad de negocio. Luego de siete años de explotar dicho monopolio, las acciones de la Compañía habían multiplicado su valor de forma exorbitante, debido principalmente al apalancamiento y a la captación de recursos de forma descontrolada. Al no poder generar los resultados esperados, la burbuja terminó colapsando y se destaparon algunos fraudes en la gestión de la misma, producto de la libertad y desregulación con la cual se manejó la Compañía y el desconocimiento por parte de los inversores del negocio de la misma.

Algunos años más tarde, en 1881, un empresario y periodista financiero muy conocido en Estados Unidos, Henry Villard, haría uso del mecanismo de fondo ciego o pool ciego, aunque con mejores resultados que el caso anterior. En su artículo sobre la historia de las compañías cheque en blanco, Hiltzik (2021) menciona a Henry Villard como uno de los principales precursores de la actual figura del SPAC. Tratando de recaudar varios millones de dólares en capital para hacerse cargo de una

empresa de ferrocarriles, pero no dispuesto a revelar el nombre de la empresa por temor a que el precio fuera más allá de su alcance, Villard envió un prospecto para un fondo ciego, afirmando que revelaría la naturaleza exacta de sus planes dentro de los 90 días posteriores. Para su sorpresa, el monto esperado se recaudó dentro de las 24 horas; de hecho, los inversores presionaban para colocar más dinero. La empresa fue adquirida exitosamente y Villard nombrado director de la misma. Luego Villard continuaría en la senda de las fusiones y adquisiciones como empresario, comprando periódicos como el New York Evening Post y fusionando otra de sus empresas con la de Thomas Edison, Edison Electric Light Company.

Observan Shachmurove y Vulcanovic (2017) que los pools ciegos derivaron a principios de la década de 1920 en la figura de los llamados “fondos de inversión”, aunque su actividad disminuyó con el pico de la crisis financiera a fines de esa misma década. En la historia reciente, el concepto renovado de pools ciegos y fondos de inversión en forma de compañías de cheques en blanco, recibió atención en algunos nichos de los mercados financieros de Estados Unidos durante los años ochenta y noventa. Los principales emisores en ese momento eran promotores de penny stocks con sus acciones cotizadas en mercados extrabursátiles (OTC), con divulgaciones limitadas sobre sus intenciones o garantías para los inversores.

3.a.2) La oscura década de los 80 para las blank check companies

La literatura legal sobre los SPAC argumenta que la insuficiencia regulatoria en las décadas de 1980 y 1990 condujo a un cierto patrón de comportamiento en el cual los promotores de empresas cheque en blanco explotaban sistemáticamente a los inversores originales. Greenspan (2021) es categórico respecto al asunto, definiendo a las compañías cheque en blanco de los años 80 como una “oscura innovación legal”. Heyman (2007) enfatiza sobre lo mismo describiendo esta etapa de las compañías cheque en blanco como sombría.

Para entender mejor lo sucedido en esta década de 1980 con las compañías cheque en blanco y, sobre todo, aquellas categorizadas como penny stocks, es preciso leer a Riemer (2007) y a D’Alvia (2020), quienes hacen una descripción pormenorizada de los criticados comportamientos que tuvieron estas compañías en dicha época. Riemer (2007) refiere a los años 80 como una década de marcado crecimiento en los mercados financieros en Estados Unidos. Las compañías de inversión crecieron en más de 145%, los asesores de inversión más de 300% y la cantidad de presentaciones de oferta pública presentadas ante la SEC creció más de un 670%. Sin embargo, observa el autor que no todo este crecimiento fue de manera orgánica y positiva, ya que durante estos años también se incrementaron de forma significativa los fraudes y la corrupción, tanto en frecuencia como en magnitud. Para 1989, los reclamos por fraude con activos habían aumentado en más de un 260% respecto al inicio de la década. Mientras estos fraudes fueron creciendo, el poder de la SEC para controlar y regular el mercado no fue acompañando ese crecimiento, resultando en una agencia impotente que se vio sobrepasada por los “chicos malos” del mercado. A fines de esta década, ya se consideraba de hecho a las estafas con penny stocks la principal amenaza de fraude y estafa para los pequeños inversores de Estados Unidos.

D’Alvia (2020) especifica que las empresas de cheques en blanco cotizaban en el *Penny Stock Market* o *PSM* (*Mercado de acciones de baja capitalización*), que era un mercado extrabursátil, menos transparente. Por ende, los emisores no cumplían con requerimientos de transparencia *pre-trade* (*previo a las operaciones*), así como tampoco estaban sujetos a cumplir requisitos básicos de cotización. Estas características hicieron de dicho mercado un terreno fértil para este tipo de empresas cheque en blanco y terminaron suscitando todo este tipo de conductas fraudulentas.

Cuando estas empresas salían a la bolsa, no vendían sus acciones a inversores minoristas, sino a corredores de bolsa condescendientes, añade D’Alvia (2020). Posteriormente, estos intermediarios engañaban a sus clientes sobre una posible adquisición inminente de estas empresas o simplemente hacían circular comunicados oficiales, según los cuales la compañía se había fusionado con una importante empresa con facturación rentable. Esto generaba demanda sobre los valores emitidos de

parte de nuevos inversores minoristas, haciendo subir el precio de la acción, momento en el cual los gerentes de la compañía cheque en blanco y los corredores vendían sus tenencias, generando altos retornos para ellos, a costa de una caída fuerte en el valor de las tenencias de sus inversores. Este mecanismo de manipulación es conocido como *pump and dump*, como ya se mencionó anteriormente.

Continuando su análisis de este *modus operandi*, D'Alvia (2020) identifica dos factores de riesgo claros para los inversores: el primero, referido a un tema económico, es la información asimétrica relacionada a la naturaleza jurídica de estas sociedades de inversión (es decir, sociedades ficticias); el segundo, relacionado con el marco legal que no proveía ningún tipo de protección a los inversionistas. De hecho, en la década de 1980 no había ni instrumentos legales ni un sofisticado marco legal para proteger a los inversionistas de los perpetrados fraudes que a menudo eran llevados a cabo por compañías de cheques en blanco.

Todo esto llevo a que, a finales de la década, la cantidad de emisiones de empresas cheque en blanco representara un 27% de la totalidad de las emisiones primarias, según refiere Riemer (2007). Según estima Heyman (2007), sólo en el período 1987-1990 hubo más de 2.700 emisiones de compañías cheque en blanco, alcanzando proporciones epidémicas, en términos de Riemer (2007).

Los casos de fraude también se multiplicaban en grandes cantidades por lo cual, en 1988, la SEC reconoció formalmente la actividad fraudulenta de este tipo de compañías y creo un comité para investigar más a fondo la situación. Mediante una cooperación histórica entre el Congreso, la SEC, la North American Securities Administrators (NASAA), la National Association of Securities Dealers (NASD) y otros organismos reguladores, se logró avanzar en una legislación correctiva. En Julio de 1990, el Congreso finalmente sancionó la ley "Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act" (PSRA), mediante las cuales tomó medidas concretas para evitar una mayor manipulación de ofertas de compañías cheques en blanco.

3.a.3) Cambios regulatorios a comienzos de los 90 – Sanción Ley PSRA

En las audiencias llevadas a cabo en el proceso de redacción de la ley *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act (PSRA)* de 1990, el *U.S. Attorney (Abogado de Distrito)* del Estado de Utah declaraba en relación a las compañías cheque en blanco, que no encontraban evidencia alguna de que las ofertas de esas compañías generaran algún beneficio para la economía estadounidense o para la formación de capital, según lo recopila Heyman (2007). Claramente, la Ley promulgada en 1990 no llegó para anticiparse a estas conductas negativas, sino que surgió de modo reactivo y en un momento en donde ya había mucho daño consumado por este tipo de empresas. Causó tanto impacto lo sucedido con estas empresas, que 36 Estados prohibieron o restringieron prácticamente al máximo a este tipo de compañías, previo a adoptarse el giro regulatorio del año 90. A pesar de esto, comenta Heyman (2007) que el entonces presidente de la SEC, Richard Breeden, y el director de cumplimiento del *National Association of Securities Dealers (NASD)*, John Pinto, acordaron que las ofertas de compañías cheques en blanco podrían seguir usándose en transacciones comerciales legítimas fuera del área de penny stocks, situación que quedaría reflejada en la Ley PSRA.

Las conclusiones principales a las que llegó el Congreso de los Estados Unidos (1990, p. 21) al redactar la PSRA, extraídas del propio cuerpo de la Ley, fueron las siguientes:

“(1) El mantenimiento de mercados primarios y secundarios saludables y honestos para la negociación de valores, es esencial para mejorar la formación de capital a largo plazo y el crecimiento económico, y para proporcionar oportunidades de inversión legítimas para las personas e instituciones. (2) Proteger a los inversionistas en nuevos valores es un componente crítico en el mantenimiento de un mercado honesto y saludable para dichos valores. (3) Proteger a los emisores de nuevos valores y promover el proceso de formación de capital en representación de las pequeñas empresas son preocupaciones fundamentales para mantener una economía fuerte y mercados de capitales viables. (4) Las prácticas de mercado y participantes del mercado sin escrúpulos han invadido el mercado de "penny stocks" con una abrumadora cantidad de fraudes y abusos. (5) Aunque

la SEC, demás reguladores del Estado y mercados autorregulados han hecho esfuerzos para frenar estas prácticas abusivas y dañinas, el mercado de “penny stocks” aún carece de una adecuada y suficiente estructura regulatoria, particularmente en comparación con la estructura para monitorear la negociación de valores del *National Market System (NMS)*. (6) Los inversionistas en el mercado bursátil de “penny stocks” sufren de una seria falta de información adecuada sobre el precio y el volumen de transacciones de estas acciones, la naturaleza de este mercado y los valores específicos en los que están invirtiendo. (7) Las prácticas actuales no regulan adecuadamente el papel de “promotores” y “consultores” en el mercado de “penny stocks”, y muchos profesionales que han sido excluidos de los mercados de valores han terminado en roles de promotores y consultores, contribuyendo sustancialmente a esquemas fraudulentos y abusivos. (8) El entorno regulatorio actual ha permitido el aumento del uso de prácticas de mercado particulares, tales como “fusiones inversas” con corporaciones ficticias y emisiones de compañías “cheque en blanco”, que se utilizan para facilitar esquemas de manipulación y perjudicar a los inversores.”

El carácter de estas declaraciones finales deja entrever una marcada autocrítica del legislador y los reguladores hacia su propia labor, reconociendo el daño perpetrado por las empresas cheque en blanco y las penny stocks en los mercados financieros en la década precedente. Sin embargo, también marca un punto de inflexión, estableciendo nuevos conceptos regulatorios, requerimientos, imponiendo un mayor control normativo y demostrando una actitud más tajante ante el fraude y la manipulación de mercados.

Entre otras definiciones conceptuales, la Ley PSRA introdujo por primera vez una definición para las penny stocks en la sección .3 (a) de la Securities Exchange Act de 1934, que se implementó aún más en virtud de la Regla 3a51-1 de la SEC, como comenta D’Alvia (2020). Específicamente, una empresa tendría derecho a emitir penny stocks si, entre otras cosas, el valor de los activos tangibles netos de la compañía no era mayor a 5 millones de dólares y la empresa podía presentar estados financieros de al menos tres años para atrás, con ingreso neto mínimo de 750.000 dólares. Comenta D’Alvia (2020) que el foco principal de la PSRA fue definir el contenido de las penny stocks, la naturaleza jurídica de las empresas que operan en dicho mercado y el tope mínimo en relación con el capital autorizado. Además, la PSRA modificó entre otras cosas, la sección 7 de la Ley de Valores de 1933 de Estados Unidos, autorizando a la SEC a promulgar diferentes reglas para imponer restricciones y regímenes de divulgación de información a las compañías cheque en blanco.

3.a.4) Regla 419 de la SEC en 1992. Repercusiones

La SEC actuó según las instrucciones dadas por el Congreso y, en el año 1992, introdujo la renombrada *Rule 419-a (Regla 419-a o Regla 419)*, que estableció regulaciones para las compañías cheque en blanco y para las penny stocks. Como comentan Shachmurove y Vulcanovic (2017), mediante esa regla la SEC determinó explícitamente los límites para las ofertas de las compañías cheque en blanco y obligó a los patrocinadores a mantener al menos el 90% de los fondos recaudados en cuentas escrow, o de depósito en garantía, especialmente establecidas y mantenidas por una institución de depósito, y asegurada hasta que se consuma la adquisición. Además, también estableció que la empresa objetivo de adquisición debe tener activos netos de al menos el 80% de los fondos depositados en las cuentas de garantía.

Con el fin de regular la especulación con el precio de estas empresas, la norma prohíbe negociar acciones de las mismas hasta que se produzca la adquisición de la empresa objetivo. Otro aspecto que se incorporó, a favor de los accionistas, fue el de dotar a estos con el derecho a rescisión de su posición accionaria a la hora de votar por un posible acuerdo, cobrando, en caso de ejercicio del derecho, el equivalente a la participación en cuestión. Añadió también la Regla un período máximo de 18 meses durante el cual la empresa puede completar una adquisición, con la obligación de restituir los fondos al final de dicho período si esto no se produce. Finalmente, obligó a estas empresas a proporcionar a los inversionistas, a través de la SEC, estados financieros auditados trimestrales y anuales. Como concluyen Shachmurove y Vulcanovic (2017), esta nueva regulación trajo un orden al mercado.

En la Regla 419 se les dio una definición formal y concreta a los términos compañía cheque en blanco y empresa de micro capitalización o penny stock. Tal como quedó expuesto anteriormente en el presente trabajo (ver “*a.1) Blank check companies: definiciones y antecedentes*”), dicha norma fija dos condiciones para que una empresa sea considerada dentro de la categoría cheque en blanco; en primer lugar, debe ser una empresa en etapa de desarrollo sin un plan de negocios específico, o con el plan de participar en una fusión o adquisición con una empresa aún no identificada, y, en segundo lugar, está emitiendo penny stocks, según la definición formal dada a estas en la Regla 3a51-1.

Heyman (2007) se detiene en una particularidad importante de la definición de las penny stocks que son los limitantes impuestos tanto en el precio máximo de salida a cotización, fijado en 5 dólares según la norma, y en el valor neto máximo de los activos tangibles de la compañía post-IPO, fijado en 5 millones de dólares. Estas cláusulas permitieron a varias empresas evitar ser consideradas dentro de esta categoría de activos, hecho puntual que años más tarde llevaría a la creación específica del SPAC y que termina distinguiendo a este último con las compañías cheque en blanco.

Por su parte, Tran (2010) considera que, si bien existe esta diferencia, son muchas las similitudes entre ambos tipos de empresas, dado que los SPACs comenzaron inicialmente siendo compañías cheque en blanco. Sjostrom (2008) añade que, si bien los SPACs no están sujetos a la regla 419 por no emitir penny stocks, los mismos incorporan voluntariamente una serie de disposiciones de esta normativa en sus términos de oferta pública inicial con el fin de atraer inversores, ofreciéndoles mayor sustento contractual. En cuanto a las cláusulas de la Regla 419 no adoptadas por los SPACs, se destaca la de la restricción operativa pre fusión o adquisición. Los SPACs permiten negociar sus unidades a partir del IPO y no a partir de la fusión o adquisición como lo hacen las compañías cheque en blanco.

Los resultados de la implementación de la Regla 419 fueron categóricos en los años siguientes a su implementación, teniendo un efecto inmediato y dramáticamente positivo con respecto a los fraudes y abusos, como refiere Riemer (2007). Shachmurove y Vulcanovic (2017) reportan que sólo 15 compañías cheque en blanco accedieron a los mercados luego de esta nueva regulación, en los primeros años de la década. Rodrigues y Stegemoller (2011) asocian esta espectacular caída en la cantidad de nuevas compañías cheque en blanco a la facilidad que encontraron muchas empresas tecnológicas para hacerse públicas con el tradicional método del IPO durante la década de los 90, en lo que fue la previa a la burbuja de las empresas punto com. Heyman (2007) por su parte piensa que las nuevas regulaciones eran tan limitantes que no encuentra motivos por los cuáles alguien se podría haber molestado en hacer una oferta de una compañía cheque en blanco, siendo que encontrar potenciales inversores para esta figura readaptada representaba un desafío enorme. Además, concluye que sin dudas el Congreso debe haber estado realmente muy satisfecho viendo estos resultados, luego de impulsar la Ley PSRA un par de años antes.

3.a.5) Surgimiento formal del SPAC en 1993 y años posteriores

La Ley PSRA marcó un antes y un después en los mercados financieros de Estados Unidos. Las prácticas fraudulentas llevadas a cabo en la década anterior a través de las empresas cheque en blanco y las penny stocks, sufrieron un golpe en seco gracias a este estricto decreto regulatorio que hizo prácticamente imposible la salida al mercado a través de este tipo de instrumentos. Riemer (2007) detalla que una de las trabas más significativas a partir de esta Ley fue la dificultad de lograr fusiones o adquisiciones exitosas, ya que, al haber incorporado la Ley el derecho de rescisión para los accionistas, si esta combinación no los convencía, la empresa no sabía con cuántos recursos iba a contar al momento de avanzar con la fusión y por ende no tenía incentivos para salir a buscar estas combinaciones por el riesgo de fracaso que traían aparejadas.

Sin embargo, como afirma Heyman (2007), la estructura diseñada para las empresas cheque en blanco no era mala en sí misma y podía llegar a ser apropiada para recaudar dinero en muchos casos. D’Alvia (2020) hace esta misma observación y utiliza la analogía del ave fénix para describir el surgimiento formal de un nuevo tipo de compañía a partir de las cenizas de las empresas cheque en blanco: los SPAC o Special Purpose Acquisition Company. Si estos instrumentos fueran funciones

matemáticas, el SPAC sería la derivada primera de las compañías cheque en blanco, luego de modificar la variable regulatoria. Como comenta Murray (2017), la estructura de los primeros SPAC refleja claramente el entorno legal en el cual fueron creados. Según este autor, la tenencia de fondos en una cuenta de garantía, los límites de tiempo impuestos, la votación de los accionistas sobre la combinación de negocios y la provisión de derechos de conversión emulan las disposiciones de la Regla 419 impuesta por la SEC.

A continuación, en la figura 5, se observa un resumen de las principales diferencias y similitudes entre las compañías cheque en blanco reguladas por la Regla 419 y las SPACs que surgieron como respuesta a esta nueva normativa.

Figura 5: Comparación entre compañías cheque en blanco y SPACs

Comparación SPACs vs Blank Check Companies (BCC)		
Aspecto	Blank Check Companies (BCC)	SPACs
Aplicación de Regla 419	Aplica Regla 419, con las limitaciones fijadas para las penny stocks	No aplica, dado que se negocian a más de 5 dólares por acción y tienen activos tangibles netos por más de 5 millones de dólares
Protección de los inversores en el período entre IPO y fusión	Deben mantener al menos el 90% de los fondos depositados en una cuenta escrow	Deben mantener al menos el 90% de los fondos depositados en una cuenta escrow (en general se deposita más del 90%)
Tiempo permitido para lograr una combinación de negocios	18 meses desde el IPO	Hasta 24 meses desde el IPO - se puede prolongar con el consentimiento de los accionistas
Negociación durante el período de búsqueda de combinación de negocios	No se permite, las acciones entran a cotizar luego de la combinación	Se pueden negociar tanto las acciones como los warrants emitidos, de forma separada
Ejercicio de los warrants	Se pueden ejercer en cualquier momento desde el IPO	Sólo se pueden ejercer a partir de la combinación de negocios, protegiendo a los inversores de una posible dilución previa a la combinación
Mínimo valor de compra en la combinación	80% de lo recaudado en la oferta pública	80% de los activos netos del SPAC al momento de la combinación (permitiendo el uso de fondos para capital de trabajo)
Inversión de fondos alocados en cuenta escrow	En cualquier tipo de activos emitidos por el gobierno de USA o fondos money market (de muy corto plazo)	Activos del gobierno de USA con vencimiento menor a 180 días de plazo

Nota: La figura 5 muestra una comparación de algunos aspectos clave entre las compañías cheque en blanco sujetas a la Regla 419 y los SPACs, que surgieron como respuesta a esta Regla. Fuente: elaboración propia en base a información extraída de “From blank check to SPAC, the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation” (Heyman, 2007).

Los SPAC se diseñaron para imitar las características de las compañías cheque en blanco definidas según la Regla 419, sin estar sujetos a la Regla 419. Por lo tanto, ha sido factible introducir

gradualmente cambios en la estructura del SPAC a lo largo del tiempo sin atender las implicancias legales. Pero volvamos un poco atrás para entender los pormenores del surgimiento de este instrumento entre los años 1992 y 1993.

Si bien la entrada en vigencia de la Regla 419 tuvo como fin primordial depurar el mercado de fraudes y estafas, también afectó lógicamente a quienes usaban el vehículo de compañías cheque en blanco de forma legítima. Riemer (2007) detecta tres tipos de reacciones entre quienes participaban de esta industria; en primer lugar, los emisores fraudulentos o estafadores, quienes, en los meses previos a la redacción de la norma, anticiparon el movimiento que iba a hacer la SEC y crearon la mayor cantidad posible de compañías cheque en blanco antes de que la norma entrara en vigor. En segundo lugar, hubo otros que realizaron fusiones inversas combinando compañías privadas preexistentes con empresas cáscara públicas que estaban inactivas con la intención de hacer públicas las empresas privadas. Un tercer grupo optó por dar cumplimiento de forma sustancial a la nueva normativa y emitir compañías cheque en blanco sujetas a las nuevas cláusulas, con la única salvedad de que los valores emitidos no entraban en la categoría de penny stocks, porque correspondían a emisiones más grandes a 5 millones de dólares. Estos emisores cumplieron voluntariamente con la mayoría de las disposiciones de la Regla 419 con la esperanza de renovar la confianza de los inversores en las ofertas de cheques en blanco. Esta estrategia resultó siendo un *win-win (ganadora-ganadora)* ya que la SEC vio con buenos ojos que no se utilizara la figura para generar nuevos fraudes, los emisores generaron una nueva herramienta para atraer capital y los inversores se beneficiaron con la creación de un instrumento nuevo que parecía ser muy promisorio, los SPACs.

Al tercer grupo mencionado en el párrafo anterior se lo suele denominar como el de los precursores de los SPACs, o al menos de la primera generación de SPACs. Reddy (2021) hace un análisis histórico del instrumento y distingue 4 generaciones de SPACs para explicar cómo fue evolucionando el mismo; la primera, creada en 1993 por GKN Securities y su CEO, el banquero de inversión David Nussbaum, que subsistió hasta fines de dicha década. Una segunda generación emergió en el año 2003, bajo el impulso del fondo Early Bird Capital, también de Nussbaum, y subsistió hasta el surgimiento de la crisis financiera de 2008. Cuando la economía comenzó a recuperarse luego del año 2010, surgió una tercera generación de SPACs, con algunos cambios regulatorios y contractuales que permitieron dar más impulso a la figura. Por último, el autor distingue una cuarta y última generación a partir del año 2016, a partir de cambios en los límites para la redención y a partir de algunas modificaciones en el mercado NYSE para que estos instrumentos salieran a cotizar. Para respetar el orden cronológico de los hechos, comenzaremos profundizando en la primera generación y más adelante se analizarán en detalle las generaciones posteriores.

Toda la literatura acerca de SPACs reconoce en David Nussbaum al autor material y principal precursor de dicho vehículo de inversión, ya que fue el primero en capitalizar la oportunidad generada por los cambios en el entorno regulatorio y las necesidades del mercado financiero en el año 1992 para darle forma a este nuevo instrumento. Nussbaum, presidente de la firma de inversión GKN Securities, venía estudiando a las compañías cheque en blanco desde muchos años antes y luego de consumados todos los cambios regulatorios, buscó crear mediante los SPACs una oferta híbrida entre IPOs comunes y las ofertas de empresas cheque en blanco, como afirma Riemer (2007): por un lado, las ofertas de SPACs estaban exentas de la Regla 419 porque el declarante tenía más de cinco millones de dólares en activos y, por lo tanto, sus acciones emitidas no caían dentro de la definición legal de penny stocks; por otro lado, las ofertas de Nussbaum adoptaron voluntariamente todas las restricciones de la Regla 419, aplicadas por medio de acuerdos contractuales y disposiciones estatutarias.

De esta forma, entre 1993 y 1994, Nussbaum y su equipo lanzaron trece compañías de cheques en blanco, doce de las cuales completaron con éxito adquisiciones. Precisa Greenspan (2021) que el primer SPAC lanzado por el equipo de Nussbaum, en noviembre de 1992, a un precio de 6 dólares por acción, fue *Systems Acquisition Corp.*, que años más tarde se fusionaría con la empresa *Human Designed Systems*. En el año 2003, *Human Designed Systems* cambiaría de nombre a *Neoware Systems Inc.* y unos años más tarde sería adquirida por una empresa subsidiaria de la gigante Hewlett

Packard (HP) a un precio de 16,25 dólares por acción. Un final respetable para un pequeño experimento inicial.

Todas las emisiones de la primera generación se llevaron a cabo en mercados *Over The Counter (OTC)*, que fueron los primeros en adoptar este tipo de vehículo de inversión. Años más tarde, en el 2005, se empezaría a ofrecer SPACs en el *American Stock Exchange (AMEX)* y tres años más tarde, en 2008, en el mercado Nasdaq y en el NYSE, como lo explica Murray (2017).

Más allá de los esfuerzos de Nussbaum y su firma de inversión por instaurar la utilización de los SPACs como instrumento de salida a la bolsa durante los primeros años de la década del 90, el concepto terminó fracasando a mediados de dicha década, principalmente por dos motivos, según Shachmurove y Vulcanovic (2017). En primer lugar, los primeros años de la década fueron años muy prósperos para la salida a bolsa a través del IPO tradicional y muchas empresas aprovecharon ciertas facilidades otorgadas para llevar a cabo dicho proceso. Un obstáculo adicional para los SPACs a mediados y fines de la década de 1990 fueron las acciones emprendidas por la *National Association for Securities Dealers (NASD)* en 1997 que resultaron en la revocación de las licencias de 29 corredores y del director ejecutivo de *GKN Securities Corporation*, el propio Nussbaum, principal promotor de la figura del SPAC. Además, multó a la corredora con 725.000 dólares y la obligó a devolver 1.4 millones de dólares. La decisión del NASD estableció que *GKN Securities Corporation* ejercía una posición dominante en el mercado, cobrando continuamente un margen de beneficio excesivo y obstaculizando a la competencia. Tras esta sentencia del NASD, las actividades en el mercado de SPACs cesaron por completo hasta 2003.

3.a.6) Regulación PSLRA “Safe Harbors” de 1995. Ventajas para SPACs

En su trabajo académico sobre mitos y leyes de los SPACs, Coates (2022) repasa, entre otras cuestiones, en el tema de la divulgación de información de las empresas públicas. Declara el autor, que toda empresa pública, incluidos los SPACs, tienen riesgo de responsabilidad por declaraciones u omisiones significativamente engañosas en sus comunicaciones, incluidas las presentaciones que hacen ante la SEC. El nivel preciso y la naturaleza del riesgo varían, porque el alcance y los requisitos legales para que los demandantes prosperen en sus demandas dependen en gran parte del contexto legal. Continúa el autor explicando que, dado que los SPAC están sujetos a estas reglas de responsabilidad, los sponsors del SPAC y quienes hablen nombre del SPAC al público deben hacerlo con cuidado, para no crear una exposición de responsabilidad. Durante los primeros años de la década de los 90, estas percepciones difusas de responsabilidad, en estos instrumentos y otros similares, atrajeron litigios privados oportunistas y sin mérito, lo que llevó al Congreso a aprobar la Ley Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) en el año 1995.

Como lo explican los abogados Barton y Ward (2021), esta Ley, aprobada sobre el veto del presidente en función, Bill Clinton, instauró la figura de “*safe harbors*” (*puertos seguros*), los cuales otorgan protección, en litigios privados, frente a la responsabilidad por declaraciones de proyecciones a futuro hechas por emisores, siempre que dichas proyecciones se realicen de buena fe y estén acompañadas con las advertencias adecuadas en cada caso. El espíritu de esta Ley fue el de incentivar la divulgación de información potencialmente valiosa en cuanto a las perspectivas futuras de una empresa para los inversionistas. Como lo expresa la Ley, quedan excluidas de esta protección las declaraciones prospectivas realizadas bajo un régimen de oferta pública.

Siendo los SPACs acciones que cotizan públicamente, no debieran gozar del “privilegio” de ser puertos seguros generando la posibilidad de emitir proyecciones futuras cubiertos de responsabilidad. Sin embargo, existe una especie de “vacío regulatorio” por el cual los SPACs se han visto beneficiados por esta Ley. Las ofertas públicas iniciales están explícitamente excluidas del puerto seguro, como precisa Coates (2022), incluyendo esto tanto a los IPO tradicionales como al IPO hecho por un SPAC. También están explícitamente excluidas las compañías penny stocks y las compañías cheque en blanco. Lo que no está expresamente excluido, y por ende queda implícitamente incluido dentro de la protección, es la transacción de de-SPAC que llevan a cabo los SPACs cuando

se fusionan o adquieren una compañía privada. Esta ventaja regulatoria permite a los SPACs ofrecer proyecciones a futuro a la hora de difundir una posible combinación de negocios a sus inversores, generando un incentivo para las empresas privadas a elegir este mecanismo para hacerse públicas por sobre el del IPO tradicional y generando una especie de “arbitraje regulatorio”, en palabras de Rose (2021).

Estas asimetrías generadas por la propia regulación, han levantado la alerta de la SEC, sobre todo con el boom de los últimos dos años, y su presidente, Gary Gensler, ha insinuado en distintos comunicados que van a proponer y a adoptar reglas para suprimir o equilibrar esta ventaja regulatoria. Coates (2022) se expresa abiertamente en contra de que los SPACs promocionen este artilugio legal como una ventaja regulatoria, ya que justamente, entiende que la misma norma puede hacer caer en conflicto de intereses a las empresas, debido a otras regulaciones impuestas sobre transacciones de fusión o adquisición. Además, entiende que la SEC debiera asumir una actitud proactiva contra este tipo de cuestiones regulatorias y no sólo emitir “criterios interpretativos” cuando son consultados. Rose (2021) interpreta que, si bien sería una buena idea realizar una reforma regulatoria para nivelar los desequilibrios actuales a favor de los SPACs, la misma sería muy difícil de llevar a cabo. Adhiere, además, que la SEC debiera analizar la eficiencia de los mercados de cada instrumento, evaluar el tipo de inversores que participa en cada uno y, por último, proyectar diferentes intervenciones regulatorias matizando los efectos que cada una causaría y el riesgo sistémico que traerían aparejadas.

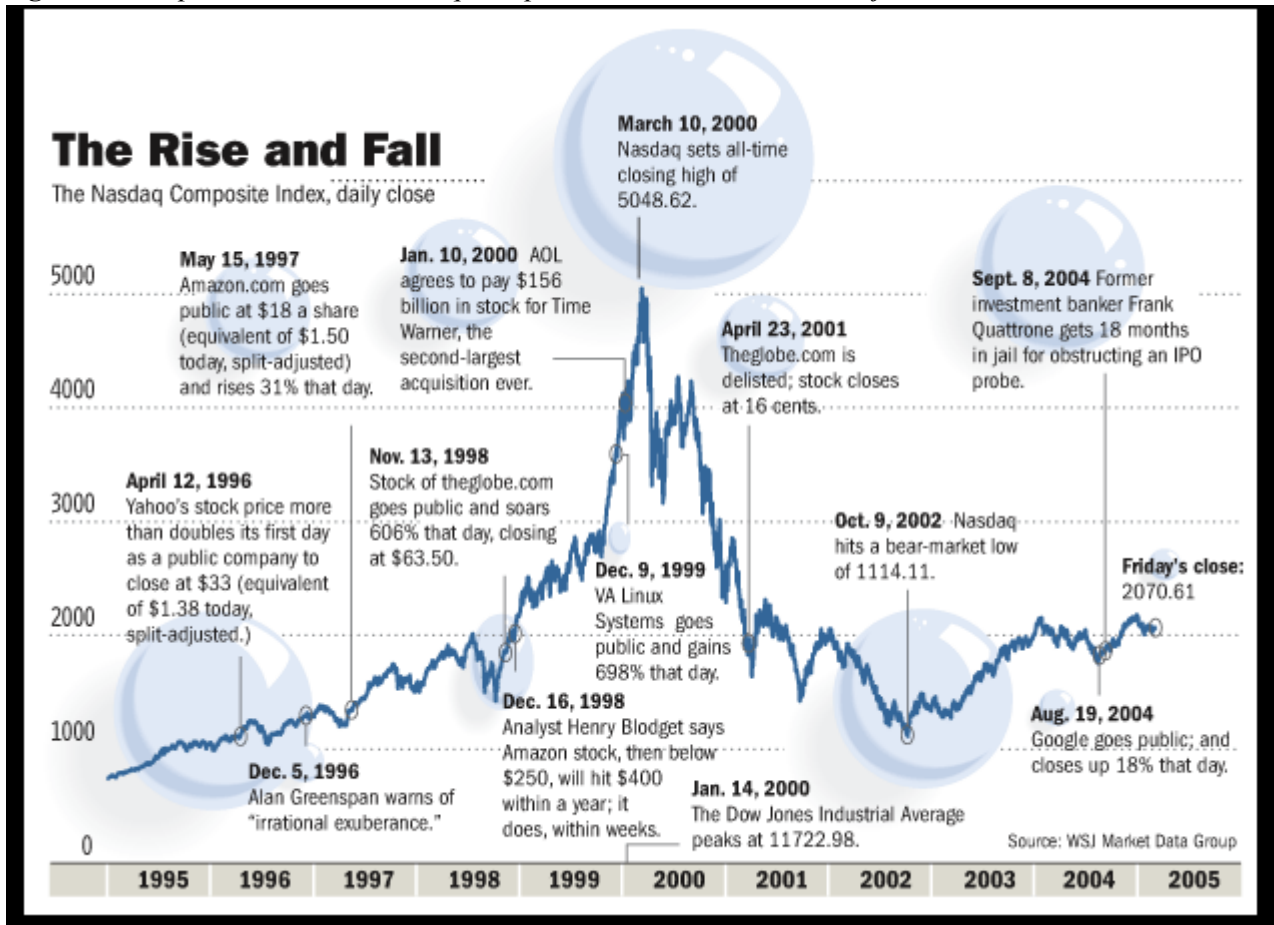
3.a.7) Resurgimiento SPACs post burbuja 2001, la segunda generación

Retomando la senda temporal, hay que trasladarse hasta el año 2002, post caída de las empresas punto com, para volver a escuchar acerca de los SPACs en los mercados financieros de Estados Unidos. Fueron justamente las empresas punto com las que hicieron caer en desgracia a los SPACs durante los últimos años de la década del 90 a pesar de su prometedor comienzo, opina Greenspan (2021). Previo a hacer un análisis del resurgimiento de los SPACs, es importante entender la coyuntura del momento y los eventos financieros que definieron el rumbo del mercado a comienzos del nuevo milenio.

La burbuja de las empresas punto com fue un evento histórico en los mercados financieros marcado por el rápido crecimiento en las empresas tecnológicas que cotizaban en bolsa a fines de la década del 90 y por su posterior abrupta caída a comienzos del siglo XXI, en lo que marcó el colapso de la burbuja financiera que se había creado. En los últimos años de la década del 90 se comenzó a observar una tendencia de surgimiento de empresas relacionadas al Internet o al desarrollo de nuevas tecnologías, que se formaban como startups y que salían a cotizar sus acciones públicamente para levantar capital, además de acudir a fondos de venture capital para acelerar el crecimiento.

Sesgados por las promesas de rendimientos extraordinarios y por el potencial de innovación y disrupción de estas nuevas empresas, los inversores comenzaron a alocar capital en grandes proporciones en este tipo de empresas, e incluso comenzaron a apalancar sus portafolios para asumir mayores exposiciones y capturar esos elevados rendimientos en mayor medida. El índice del mercado Nasdaq, donde cotizaban la mayor parte de estas nuevas empresas, subió de 1000 a 5000 puntos entre el año 1995 y el año 2000. La mayoría de los IPOs de esos años correspondían a empresas tecnológicas, que se lanzaban tan rápido como podían a estos mercados hambrientos de este tipo de empresas. El dinero barato de la época, el fácil acceso al capital, la sobreconfianza del mercado y la fiebre especulativa generaron un cóctel explosivo para el mercado que, en el año 2001, luego de algunas ruedas negativas donde se comenzó a generar ruido entre los inversores, colapsó totalmente, evaporando las grandes subas de los años anteriores en pocas semanas. Muchas empresas quebraron y pocas sobrevivieron a estas caídas y el mercado se depuró por completo. A continuación, en la figura 6, se observa un gráfico del comportamiento del índice Nasdaq Composite durante los años en cuestión, con los principales hechos de cada momento.

Figura 6: Comportamiento del Nasdaq Composite Index durante la burbuja dotcom



Nota: La figura 6 presenta el gráfico con la evolución del índice Nasdaq Composite desde el año 1995 hasta el año 2005. En el mismo se pueden observar los principales hechos previos al estallido de la burbuja, entre los cuales destacan subas fenomenales de algunas empresas después de su IPO. También se observan las consecuencias sufridas cuando explotó la burbuja, como el desliste de varias empresas y los mínimos alcanzados por el índice en octubre del 2002. Extraída del sitio web:

<https://flatworldbusiness.wordpress.com/flat-education/previoully/web-1-0-vs-web-2-0-vs-web-3-0-a-bird-eye-on-the-definition/dotcom-bubble/>

Recién a finales del año 2002, se comenzó a vislumbrar la salida de la crisis financiera causada por las empresas punto com. Con el mercado bastante depurado y los precios de los activos en valores históricamente bajos, se empezó a gestar una nueva tendencia alcista en los mercados que marcaría el rumbo por los siguientes años, hasta llegar a una nueva crisis financiera durante los años 2008/2009. En este contexto, el banquero de inversión antes mencionado, David Nussbaum, ahora comandando el fondo de inversión boutique *Early Bird Capital*, lanzó en mayo de 2003 un SPAC denominado *Millstream Acquisition Corp.*, dando el puntapié inicial para la segunda generación del instrumento. El crecimiento en la cantidad de SPACs lanzados al mercado en los años posteriores fue espectacular, comenta Riemer (2007). En el año 2004, 12 SPACs hicieron su IPO. 28 SPACs lo hicieron en 2005, 37 durante 2006 y 65 SPACs lo hicieron durante 2007. De representar el 5,2% de todas las emisiones exitosas en 2004, los SPACs subieron hasta el 26,6% de todos los IPOs realizados en 2007, recaudando en promedio 100 millones de dólares por SPAC durante ese año.

Riemer (2007) atribuye gran parte de este crecimiento a la incorporación de grandes firmas de inversión al mercado de los SPACs durante este ciclo. Bancos como *Merrill Lynch*, *Deutsche Bank* y *Citigroup* fueron claves para manejar las ofertas de los SPACs debido a sus conexiones cercanas con fondos de cobertura y otros inversores institucionales, que fueron los principales inversores en los SPACs de la segunda generación. En línea con Riemer, Reddy (2021) recapitula algunas

características comunes de los SPACs de la segunda generación, entre las cuales destaca la magnitud de las ofertas iniciales, que fueron mucho más grandes que en la primera generación, y las conexiones con los principales bancos de inversión, que resultaron cruciales para poder manejar esas cuantiosas sumas.

Davidoff (2007), por su parte, atribuye el auge de los SPAC a la evolución de sus propiedades estructurales, que funcionan como un sustituto a los fondos de private equity. Según este autor, un SPAC representa una oportunidad de inversión pública que se asemeja a una inversión de private equity, tanto para el público retail (minorista), como para fondos de cobertura o institucionales. Finalmente, Rodrigues y Stegemoller (2014), en línea con varios autores más, hacen hincapié en la adopción de los SPACs por parte del mercado American Stock Exchange (AMEX), y, posteriormente, de los mercados Nasdaq y NYSE, para explicar el crecimiento del vehículo de inversión en la segunda mitad de la década. Más adelante se profundizará en estos últimos sucesos y sus consecuencias favorables para la expansión del instrumento durante los años en cuestión.

Generó tanto impacto esta segunda generación de SPACs en el mercado norteamericano, que el vehículo de inversión comenzó a ser visto con buenos ojos en otros países, que realizaron sus primeros experimentos en los años posteriores. En su análisis de la expansión geográfica del instrumento, Passador (2021) hace referencia al primer SPAC europeo, PEHAC, que se lanzó en julio de 2007 en la bolsa holandesa, Euronext Amsterdam. Al año siguiente, se lanzaron dos SPACs más en el mismo mercado. Por la influencia generada en estos primeros años, D'Alvia (2020), sentencia que, bajo su punto de vista, Estados Unidos fue la cuna de los SPACs modernos. La temprana experiencia norteamericana contribuyó al desarrollo de estándares internacionales en relación con los SPACs, según este autor.

Sin embargo, así como esta segunda generación de SPACs despertaba la atención de interesados tanto en Estados Unidos como en el resto del mundo, también la SEC comenzó a mirar con más detenimiento las emisiones realizadas mediante SPACs. Riemer (2007) hace referencia a una ocasión, durante el año 2005, en la que la SEC detuvo temporalmente la revisión de todas las solicitudes de registro de nuevos SPACs. Las alarmas de la SEC se encendieron cuando una SPAC cotizante anunció una fusión apenas dos meses después de su oferta pública inicial. Esto llevó al organismo a sospechar que el SPAC había iniciado negociaciones con la empresa objetivo antes de hacer el IPO, lo cual constituía una violación a las leyes vigentes.

En agosto de ese mismo año, la SEC emitió nuevas disposiciones destinadas a disuadir el fraude y el abuso en los mercados mediante el uso de empresas ficticias o cáscara. Castelli (2009) aborda el tema, titulando estas medidas como “El último round para las empresas cáscara”. Comenta el autor que, en esas disposiciones, la SEC definió una empresa ficticia como una entidad registrada sin operaciones y sin activos o activos nominales, que consisten únicamente en efectivo y equivalentes de efectivo. La enmienda publicada por la SEC prohibió a estas empresas utilizar el Formulario S-8 (para emisión de acciones u opciones internas a empleados) hasta que se conviertan en empresas operativas y hasta que hayan transcurrido sesenta días desde la presentación de la información requerida para la presentación de una declaración de registro. Además, el 7 de noviembre de 2005, entró en vigencia la Sección 5.06 del Formulario 8-K, la cual obligaba a las empresas ficticias a informar cualquier evento que hiciera que dejaran de ser empresas ficticias para divulgar el mismo tipo de información que se le exigiría proporcionar para listar una acción común. El espíritu normativo de esta enmienda fue el de proporcionar la información requerida, útil para los inversores a la hora de invertir en una empresa de este tipo, aclara el autor.

3.a.8) Incorporación del SPAC a nuevos mercados

Así como la evolución y el crecimiento del instrumento trajo consigo un mayor escrutinio normativo por parte del regulador, también se comenzó a percibir por otro lado, un mayor interés de la industria en general por esta forma de inversión y, así como los grandes bancos de inversión fueron metiéndose en el negocio durante los primeros años de la década, también llegó el turno para los

principales mercados durante la segunda mitad de la década. Las primeras emisiones de la segunda generación, así como todas las de la primera generación, se llevaron a cabo en el mercado *Over The Counter Bulletin Board (OTCBB)*, un mercado regulado por el NASD, con menor liquidez y donde los emisores estaban sujetos a requisitos estatales para la registración, detalla Riemer (2007).

El primer mercado nacional en aceptar la cotización de SPACs fue el American Stock Exchange (AMEX). Como especifica Murray (2014), hasta el año 2005, AMEX había utilizado su autoridad discrecional, fijada en la Sección 101 de la “Guía de empresas AMEX”, para frenar el listado de SPACs en dicho mercado. Esto cambió a partir del 30 de junio del 2005, con el lanzamiento de los dos primeros SPACs. La única restricción específica para SPACs en dicho mercado fue la de asegurar un tamaño mínimo de emisión de 50 millones de dólares, advierte el autor. Heyman (2007) remarca dos grandes beneficios de este avance para las SPACs; en primer lugar, dota de liquidez y visibilidad a estos instrumentos ya que muchos estados ni siquiera reconocían al mercado OTCBB, y, en segundo lugar, les genera una exención para el cumplimiento de las leyes “*Blue Sky*”, que son leyes de cada estado para la regulación de títulos valores y suelen ser bastante arbitrarias y disímiles. Debido a que AMEX es un mercado nacional, se encuentra automáticamente exento de las leyes estatales o Blue Sky.

Tres años más tarde, en el año 2008, los dos mercados más grandes de Estados Unidos, Nasdaq y NYSE, enviaron una propuesta a la SEC para permitir el listado de nuevos SPACs en sus mercados, comenta D’Alvia (2020). En el caso del mercado Nasdaq, se avanzó bajo ciertas condiciones de admisión mayormente basadas en los términos que los SPACs venían voluntariamente incorporando en sus prospectos, indica Reddy (2021). Algunos de estos requisitos, especifica Murray (2017), fueron los siguientes: los SPACs deben mantener al menos el 90% de los ingresos recaudados en el IPO en un fideicomiso, depósito en garantía o en una cuenta escrow. La combinación de negocios debe completarse dentro de los 36 meses de producido el IPO y tener un valor de al menos el 80% de los fondos en la cuenta de depósito. Asimismo, la combinación de negocios debe ser aprobada por los accionistas públicos y la mayoría de los directores independientes de la firma. En cuanto a la valuación, los SPACs listados debían alcanzar un valor de mercado de al menos 50 millones de dólares al momento del IPO. El primer IPO realizado en Nasdaq se llevó a cabo en agosto de 2008, precisa el autor.

En el caso del mercado New York Stock Exchange (NYSE) la situación fue diferente, ya que, hasta el año 2008, las reglas para el listado de nuevas acciones siempre habían requerido que las empresas a listar tuvieran actividad operativa o estuvieran generando ingresos en los años previos a listarse, explica D’Alvia (2020). En marzo de 2008, el NYSE propuso modificar sus reglas de cotización para permitir la cotización de SPAC, afirma Murray (2017). El mercado creó la provisión 102.6 dentro de su *Listing Company Manual (Manual para el Listado de Compañías)*, en el cual permitió a las SPACs listarse por primera vez en el mercado. Sin embargo, el mismo manual declara que no cualquier SPAC será aceptada, sino que el mercado analizará cada caso bajo los siguientes criterios, extraídos directamente del Manual:

- la experiencia y trayectoria de la gestión;
- la cantidad de tiempo permitido para completar la combinación de negocios;
- la naturaleza y el alcance de la compensación de la gerencia;
- el alcance de la propiedad accionaria de la gerencia y cualquier restricción sobre la capacidad de la gerencia para vender acciones del SPAC;
- el porcentaje del contenido de la cuenta fiduciaria que debe estar representado por el valor justo de mercado de la combinación de negocios;
- el porcentaje de acciones de propiedad pública con derecho a voto cuyos votos son necesarios para aprobar la combinación de negocios;
- el porcentaje del producto de la colocación primaria de los valores del SPAC que se deposita en la cuenta fiduciaria; y
- otros factores que la Bolsa considere coherentes con los objetivos de protección de los inversores y el interés público.

Respecto a los requisitos formales, Murray (2017) hace un repaso de los mismos, remarcando principalmente que el SPAC debe ofrecer a los accionistas disidentes derechos de redención ante una votación de combinación de negocios, pero es necesario que esta redención no sea mayor al 40% del total de las acciones para que la combinación avance. El período para llevar a cabo una combinación de negocios es de 36 meses. Al igual que en Nasdaq, al menos el 90% de los fondos recaudados deben ser mantenidos en una cuenta escrow. Los patrocinadores deben renunciar a sus derechos económicos si la empresa no puede completar una combinación de negocios. El mercado también requiere que los SPAC tengan un valor de mercado de 250 millones de dólares, de los cuales al menos 200 millones deben ser de propiedad pública. Agrega el autor que *Navios Maritime Acquisition Corporation* fue el primer SPAC en salir a cotizar al NYSE, en junio de 2008.

La noticia de la incorporación del SPAC a los principales mercados financieros de Estados Unidos tenía todos los ingredientes para ser el empujón final que el instrumento necesitaba para ser aceptado definitivamente entre los inversores. Lewellen (2009) juzga muy positivamente el crecimiento de los SPACs en esta época, tanto en volumen como en ocurrencia, y no duda en sugerir a la industria financiera que los reconozca como una nueva clase de activo para ser considerada en la asignación estratégica de cualquier portafolio. Con track-record suficiente, mayor robustez jurídica, aprobación por parte de los grandes jugadores del mercado y exposición en las principales vidrieras financieras del país, todo indicaba que ese año iba a ser el del despegue definitivo del SPAC. Lo que nadie pudo anticipar fue el calibre de la crisis financiera que azotaría a Estados Unidos entre 2008 y 2010, replicándose luego en todo el mundo, que generaría un estruendo en los mercados de capitales, derrumbando los precios de los activos y frenando prácticamente cualquier emisión nueva de capital.

El mercado de SPACs, como todo el resto del mercado, sintió el efecto de la crisis y se paralizó casi totalmente desde el año 2008 hasta finales de 2010. Tanto Seber (2017) como Reddy (2021) analizan este período y atribuyen la paralización a dos motivos principales; en primer lugar, por supuesto, la crisis financiera que afectó de forma general a todo el mercado financiero y los SPACs no estuvieron exentos. En segundo lugar, ambos identifican una tendencia nociva que se empezó a ver en el mercado de SPACs en esos años, que fue el uso de la estrategia de “*greenmailing*”. El *greenmailing* consiste en la acción de comprar posiciones de una empresa lo suficientemente grandes para desafiar el liderazgo de la misma mediante amenazas de llevar a cabo una adquisición hostil, lo que obliga a la empresa objetivo a recomprar las acciones pagando una prima para evitar que sea comprada, generando de esta forma una rentabilidad para quien realiza la acción. El “*SPACmailing*”, como lo llama Reddy (2021), lo llevaron a cabo grandes fondos de cobertura, quienes utilizaron su capacidad de votar en contra de una adquisición propuesta como palanca para obtener una consideración adicional que no estaba disponible para otros accionistas. Los fondos de cobertura negociaban la venta de su participación en el SPAC por una prima sobre su participación prorrateada de los fondos fiduciarios, utilizando la amenaza de retener su voto, lo que a su vez podría frustrar un acuerdo en proceso y forzar la liquidación de la empresa y pérdida total para los patrocinadores y accionistas fundadores.

Adhiere Seber (2017) que dichas prácticas de chantaje, llevaron a que finalmente, entre 2010 y 2011, los mercados respondieran a estos desafíos cambiando sus estándares de cotización relacionados con SPACs para permitir el mecanismo de *Tender Offer (Oferta Pública de Adquisición)* después del anuncio del objetivo y antes de completar una combinación de negocios como una alternativa al voto de los accionistas sobre dicha combinación de negocios.

3.a.9) Años posteriores a la crisis del 2008/2009. Tercera generación de SPACs o SPAC 3.0

En una de las reuniones de la Reserva Federal de Estados Unidos en agosto de 2007, su presidente, Ben Bernanke (2007) decía lo siguiente respecto a la situación del mercado financiero:

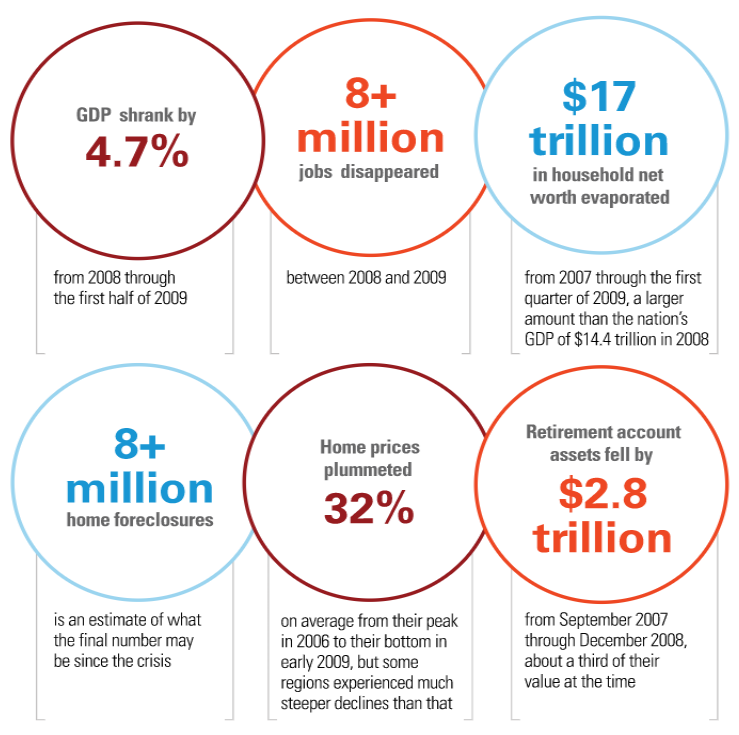
Nuestro objetivo es proporcionar liquidez, no respaldar los precios de los activos per se de ninguna manera. Mi comprensión del problema del mercado es que el descubrimiento de precios se ha visto inhibido por la falta de liquidez de los activos relacionados con las hipotecas de alto riesgo que

no se negocian, y nadie sabe cuánto valen, por lo que hay un congelamiento general. El mercado no está funcionando de manera normal.

Esta frase, pronunciada por el propio presidente de la FED unos meses antes de que el mercado financiero colapsara, reflejaba el clima que se respiraba en los mercados, donde la situación de los precios, la liquidez y la desmesurada oferta de productos securitizados dejaban entrever cierto descontrol e indisciplina por parte de los principales participantes. Los créditos hipotecarios baratos otorgados sin análisis de riesgo previo y las instituciones financieras sobre apalancadas entre 30 y 40 veces su capital, fueron el génesis de una secuencia de sucesos que derivó en una crisis financiera global con impacto no solo en los activos financieros, sino sobre todo en la economía real.

En el gráfico siguiente se pueden observar algunas de las consecuencias de la crisis en Estados Unidos; el PBI del país cayó 4,7% desde 2008 a 2009, se perdieron más de 8 millones de puestos de trabajo, el valor total de los inmuebles del país cayó más de 17 trillones de dólares, hubo más de 8 millones de ejecuciones de hipotecas, los precios de los inmuebles cayeron aproximadamente un 32% y los valores de las pensiones y cuentas de retiro disminuyeron en aproximadamente 2.8 trillones de dólares.

Figura 7: Principales consecuencias de la crisis financiera en Estados Unidos entre 2008 y 2010



Nota: La figura 7 presenta las principales consecuencias de la crisis financiera de las hipotecas en USA entre 2008 y 2010. Fuente: Vanguard, Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, and “The 2007–2009 Financial Crisis: An Erosion of Ethics: A Case Study” in Journal of Business Ethics, December 2017, Volume 146, Issue 4, pp. 805–830.

La crisis atravesó de forma transversal el mercado financiero de los Estados Unidos, afectando los mercados de renta fija, renta variable, futuros, derivados y demás tipo de activos. Los SPACs no se encontraron exentos de la crisis y prácticamente se extinguieron durante los años que duró la misma, manifiesta Moon (2021). En mayo de 2010, *57th Street Acquisition Company* se hizo pública a través de un SPAC, esta vez después de haber rediseñado enormemente la estructura corporativa del vehículo, comentan Lakicevic, Shachmurove y Vulcanovic (2013). Este IPO inició una nueva ola de inversión en SPACs en los mercados de capitales de Estados Unidos, que luego se replicaría en los mercados de capitales de Europa y Asia.

El resurgimiento de los SPACs en el año 2010 significó todo un proceso de transformación del vehículo. Los principales sponsors, banqueros de inversión, mercados y reguladores introdujeron una serie de reformas al instrumento, con la finalidad de corregir deficiencias y malas experiencias de años anteriores. Moshammer (2021) denomina a este nuevo período que comenzó en 2010 como “SPAC 3.0”, ya que trajo modificaciones que mejoraron significativamente su eficiencia y redujeron las tasas de liquidación, muchas de las cuales permanecen vigentes desde entonces.

En primer lugar, para combatir la táctica del greenmailing o SPACmailing ocasionada por los fondos de cobertura que tomaban posiciones en SPACs para ejercer presión dominante y pedían una prima para retirarse y no hacer fracasar las fusiones, el mercado Nasdaq propuso habilitar a los SPAC a lanzar Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) para permitir que los accionistas que no estaban satisfechos con la adquisición ofrecieran sus acciones de nuevo al SPAC, comenta Greenspan (2021). La misma medida fue replicada luego por los otros mercados, ayudando a mitigar esta mala práctica de los fondos.

Otra medida que ayudó a obstaculizar esta práctica, fueron los cambios en la política de fijación del umbral de redención máximo para continuar una combinación de negocios. Moon (2021) explica que el umbral de redención, a veces llamado umbral de conversión, es el porcentaje de acciones que se pueden redimir y que todavía permite que la combinación de negocios avance. Los SPACs de la segunda generación trabajaban con umbrales de redención de entre 30 y 40%, lo cual hacía factible que pocos accionistas organizados entre sí pudieran boicotear una fusión o adquisición votando en contra de la misma. A partir de modificaciones en sus prospectos y estatutos, los SPACs de la tercera generación comenzaron a subir estos umbrales, en acuerdo con los mercados, a niveles aproximados al 80% en promedio. La combinación de esta medida con la del reemplazo de la votación por la OPA hicieron prácticamente inviable los mecanismos de greenmailing.

Gahng et al. (2021) exponen dos cambios más, que modificaron sustancialmente la estructura del SPAC, uno que socava el papel disciplinario del derecho de rescate y otro que lo fortalece. En primer lugar, comentan los autores, los derechos de voto y rescate de los accionistas ordinarios públicos, que anteriormente se habían agrupado, se convirtieron en decisiones separadas. Es decir, a partir de ese cambio, los accionistas pueden votar a favor de una fusión y, al mismo tiempo, rescatar sus acciones. Si hay una liquidación, tanto las garantías de colocación privada del patrocinador como las garantías de los inversionistas públicos perderán valor. Por lo tanto, los accionistas públicos ahora tienen un incentivo para aprobar una mala fusión y redimir sus acciones, mientras que antes tenían un incentivo para votar en contra de una mala fusión para poder redimir sus acciones. El segundo cambio, sin embargo, hizo que el derecho de redención fuera más efectivo como herramienta disciplinaria. Alrededor de 2010, los patrocinadores empezaron a comprar más unidades del SPAC en el momento del IPO, pagando las tarifas de suscripción por adelantado, para recargar de efectivo el fideicomiso y darle un valor más alto. Esta compra da como resultado que el patrocinador tenga más “*skin in the game*” (*piel en el juego*), es decir más riesgo propio alocado en el instrumento. El mayor valor del fideicomiso hace que la redención sea un poco más atractiva para los inversionistas públicos, lo que aumenta el incentivo del patrocinador para proponer una buena fusión, generando un círculo virtuoso para el SPAC.

Moshammer (2021) hace referencia a una serie de cambios más que también ayudaron a mejorar la percepción del instrumento por parte de los inversores. Los costos del underwriting bajaron significativamente, al 2% por adelantado y al 3,5% pagadero en el momento de la fusión. Previamente este arancel se encontraba en un orden del 10% de la transacción, por lo que, este cambio, hizo que los SPAC fueran visiblemente más baratos. Por otro lado, se comenzó a observar un aumento en los fondos depositados en la cuenta escrow o fideicomiso, que pasaron de un promedio cercano a 85% a principios de la década del 2000, a prácticamente el 100 % en el año 2010, con el propósito de hacer que la inversión sea más atractiva. Finalmente, se redujo el número de acciones convertibles a través de los warrants. Antes era común recibir más de una acción por warrant, a partir de esta generación, se empieza a trabajar con warrants equivalentes a un cuarto de acción como máximo.

3.a.10) Nuevos cambios regulatorios e institucionales para los SPACs

Durante los años posteriores a la crisis financiera, las bondades de los SPACs comenzaron a atraer la atención de muchas empresas privadas en búsqueda de dar el salto a la esfera pública. Seducidos por el aumento de transacciones de fusiones inversas con estos instrumentos, los SPACs entraron masivamente en el radar de estas empresas privadas, haciendo que el proceso de búsqueda de una combinación de negocios no sea un esfuerzo unidireccional de los patrocinadores del SPAC, que van detrás de empresas objetivo para lograr una transacción exitosa, sino más bien un intercambio dinámico donde también las empresas impulsaron el diálogo con estos sponsors para ofrecerse como potencial objetivo para la fusión o adquisición.

Muchas empresas chinas encontraron justamente en esta figura del SPAC su puerta de entrada a los mercados norteamericanos, a los que históricamente venían esquivando por la rigurosidad de las exigencias regulatorias y de los requisitos de divulgación de información para un IPO tradicional. Murray (2017) repara en las debilidades que comenzó a exhibir el mercado de SPACs al verse invadido de este tipo de fusiones inversas con empresas chinas, quienes proporcionaban informes financieros de muy baja calidad y con información bastante heterogénea. En respuesta a esto, los principales mercados donde cotizaban estas SPACs, AMEX, NYSE y Nasdaq, introdujeron reglas de cotización para empresas que entraran a cotizar a través del mecanismo de fusión inversa.

En primer lugar, desde estas nuevas reglas, las empresas que desearan ingresar a cotizar a estos mercados mediante este mecanismo, deberían previamente haber cotizado en mercados OTC, al menos durante 12 meses. Además, también deben cumplir con un registro de estados financieros auditados y mantener un precio mínimo de las acciones durante un período determinado. Como los tres mercados introdujeron estas reglas casi al unísono, la SEC dispuso que las mismas se estandarizaran para todos los mercados, lo que redujo la posibilidad de arbitraje regulatorio.

Según Murray (2017), la efectividad de estas nuevas reglas es bastante cuestionable, principalmente por dos motivos. En primer lugar, el disparador de estas regulaciones fue la entrada masiva de empresas chinas a mercados estadounidenses, las cuales mayoritariamente lo hacían a través de fusiones inversas. Sin embargo, un pequeño porcentaje de estas empresas, no utilizaban ese mecanismo directo de la fusión inversa al entrar vía un SPAC y, por ende, no se vieron afectados por estas nuevas medidas, quedando bajo un escrutinio menor. Por otro lado, el período de doce meses de cotización en mercados OTC previo a cotizar en estos mercados, podría resultar insuficiente para descubrir errores o alteraciones en la información, por parte de empresas que armaban esquemas deliberados para inducir al error.

Otro cambio regulatorio que tuvo impacto en el mercado de SPACs fue la promulgación en abril de 2012 de la Ley *Jumpstart Our Business Startups (JOBS)*. Comenta Murray (2017) que el objetivo de esta Ley fue facilitar que las pequeñas empresas adquieran status público, al reducir las cargas de la divulgación pública y la regulación federal en curso, para favorecer el crecimiento económico y la creación de empleo. Rodrigues (2012) señala que, a pesar de que el enfoque de la Ley JOBS fue el de promover la incorporación de empresas operativas tradicionales al mercado público, sus disposiciones demostraron ser inesperadamente atractivas para las SPAC.

Según Rodrigues (2012), a pesar de las mejores intenciones de los reformadores, muchas de las primeras empresas en solicitar ser *Emerging Growth Companies (EGC – Compañías de crecimiento emergentes en crecimiento)*, status creado por la Ley JOBS para estas empresas pequeñas que desearan ingresar al universo público, no fueron pequeñas empresas operativas que se lanzaron al mercado financiero al disminuir las barreras regulatorias de entrada. En cambio, el lugar lo ocuparon SPACs que buscaban adquirir empresas privadas en el futuro y hacerlas públicas. Aun así, el efecto neto terminó siendo lo que pretendían los redactores de la Ley JOBS. Al alcanzar estos EGC SPACs fusiones o adquisiciones exitosas, el resultado fue la entrada de nuevas empresas privadas al mercado. Concluye la autora, que la Ley JOBS en el mercado de SPACs respaldó una conclusión reveladora, que fue que se entró en una etapa donde, tanto los reguladores como el propio mercado, comenzaron a ejercer presión sobre el límite que separa la inversión pública de la privada y estos dos ámbitos comenzaron a interactuar logrando una mayor sinergia.

En la misma línea que Rodrigues, Geiss (2022) cree que la Ley JOBS fue una medida de alivio para los SPACs, luego de la Ley *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010 (Ley Dodd Frank), ley que surgió como respuesta a la crisis financiera de 2008, que aumentó las regulaciones sobre entidades bancarias y financieras, e implementó requisitos de compensación ejecutiva, lo cual tuvo implicancias negativas en la estructura de compensación de los patrocinadores de las SPACs. En este sentido, la Ley JOBS alivió los requisitos de compensación ejecutiva de la Ley Dodd-Frank permitiéndole a los ESG SPACs presentar archivos de manera confidencial y evitar la verificación del auditor de los estados financieros, así como la divulgación de la compensación ejecutiva.

En base al avance en materia regulatoria durante los años posteriores a la crisis financiera, muchos autores coinciden en que el período que abarcó la tercera generación de SPACs, que se extendió hasta principios de 2016, fue determinante para que el instrumento terminara de desarrollarse y madurar en su estructura. Pese a todo, Greenspan (2021) resalta que esta tercera generación de SPACs estuvo dominada principalmente por lo que él llama “*SPAC Mafia*”, término que representa a la cohorte de fondos de cobertura que acaparó gran parte de las emisiones de estos instrumentos durante este período, para llevar adelante, en muchos casos, tácticas de greenmailing, como se mencionó anteriormente. Según el autor, recién a partir de la cuarta generación, el inversor retail logró incorporarse definitivamente al mercado de los SPACs.

3.a.11) Cuarta generación de SPACs a partir de 2016

El inicio de la cuarta generación de SPACs se puede situar temporalmente entre los años 2015 y 2017. Greenspan (2021) concatena varios hechos que tuvieron influencia en la evolución hacia esta cuarta y última generación de SPACs hasta el día de hoy. En primer lugar, remarca que el interés por el instrumento comenzó a crecer a finales del año 2015, cuando varios SPACs concretaron adquisiciones de empresas energéticas, que venían experimentando dificultades financieras luego de que los precios del petróleo colapsaran a finales del año 2014. Estas oportunidades en empresas energéticas y el aumento en la oferta de SPACs en cotización, atrajeron al mercado por primera vez a los dos principales bancos de inversión del mercado financiero, *Morgan Stanley* y *Goldman Sachs*, comenta el autor. Ambos bancos hicieron su entrada de forma decisiva en el mercado colocando SPACs, entre 2015 y 2016, por 3.500 y 3.900 millones de dólares, respectivamente. En segundo lugar, el autor cree que la inauguración de una nueva administración presidencial en Estados Unidos a comienzos de 2017, puede haber desempeñado su propio papel, al llevar esta un enfoque regulatorio de menor intervención en los mercados.

Por otro lado, en marzo del 2017, el mercado NYSE solicitó a la SEC modificar las reglas para la cotización de SPACs, a los fines de asemejar más los estándares de listado a los dispuestos años antes por los mercados Nasdaq y AMEX. La SEC aprobó el cambio de regla propuesto por NYSE proporcionando la alternativa de la Oferta Pública de Acciones, para que los inversores que ejercieran el derecho de rescisión pudieran vender sus tenencias al SPAC. Además, adhiere Reddy (2021) que también se eliminó el requisito que mantenía NYSE sobre mantener un umbral de conversión máximo de 40%, permitiendo que los SPACs aumenten este umbral y la operatoria posterior de la combinación de negocios sea más flexible, como ya lo era en los otros mercados. Seber (2017) añade que, en julio de 2017, NYSE terminó de alinear definitivamente sus estándares de listado con Nasdaq y AMEX al agregar el requisito de que las combinaciones de negocios deban ser aprobadas por la mayoría de los directores independientes del SPAC. Todos estos cambios implementados por NYSE despertaron un profundo interés por parte de los emisores y bancos, y lo llevaron a ser el mercado dominante en emisiones de SPACs en los años posteriores.

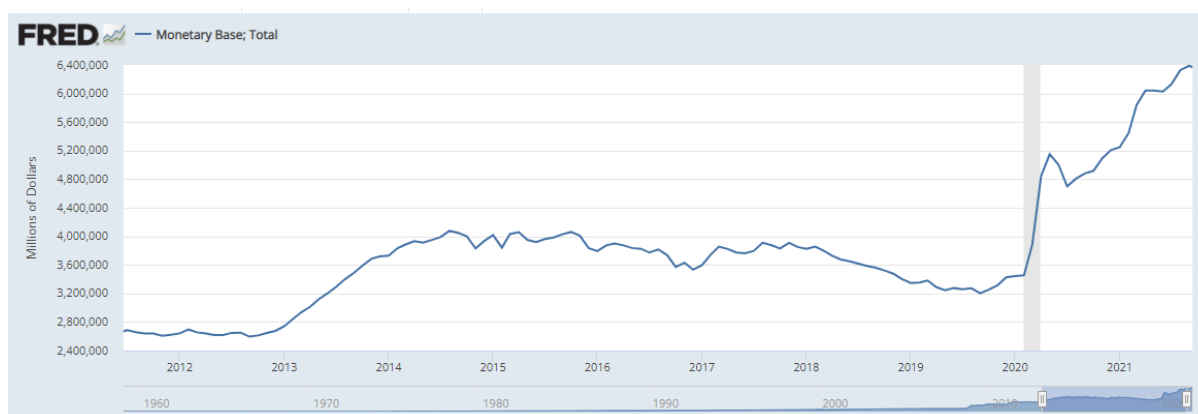
A partir de esta unificación en las pautas para el listado de SPACs en los distintos mercados, los mismos adquirieron una estructura estándar que se replicó en prácticamente todas las emisiones durante estos últimos años, afirma Reddy (2021). Los fondos depositados en la cuenta escrow representan en promedio el 100% de lo recolectado en el IPO. La promoción del sponsor o patrocinador si se logra una combinación de negocios asciende al 20% del capital posterior a la

adquisición, lo cual es adquirido por un monto fijo de 25.000 dólares. Las unidades lanzadas por los SPACs tienen un valor de 10 dólares por lo general, consistentes en una acción y aproximadamente un tercio de un warrant, con cada warrant equivalente a 11,50 dólares después de la adquisición. Las acciones y los warrants se negocian por separado y a partir del momento del IPO. Los accionistas del SPAC mantienen los derechos de redención y retiro previo a la combinación de negocios, aunque ya no es necesario un porcentaje mínimo de aprobación de la transacción para que la misma prospere. Por último, una vez concretada la transacción de fusión o adquisición, los patrocinadores están sujetos al bloqueo de sus acciones y warrants por un año desde el momento de la transacción.

3.a.12) “SPAC Manía” a partir de 2020

El año 2020 será recordado indefectiblemente por la aparición en el mundo del coronavirus SARS-CoV-2 o Covid 19, que tuvo su origen en la ciudad china de Wuhan y se extendió en cuestión de meses por todo el planeta, provocando una crisis sanitaria descontrolada, confinamientos estrictos y una gran contracción en la actividad económica a nivel global. Ante esta situación, la respuesta a nivel económico de los países desarrollados, principales protagonistas de la economía y el comercio internacional, fue impulsar una política monetaria expansiva, con cuantiosas emisiones monetarias que sirvieron para contrarrestar el freno de la actividad producido por la situación sanitaria. Como se observa a continuación en la Figura 8, la base monetaria de Estados Unidos creció por encima del 96% en los últimos dos años, producto de la histórica expansión monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal del país.

Figura 8: Evolución de la base monetaria de Estados Unidos, medido en millones de dólares

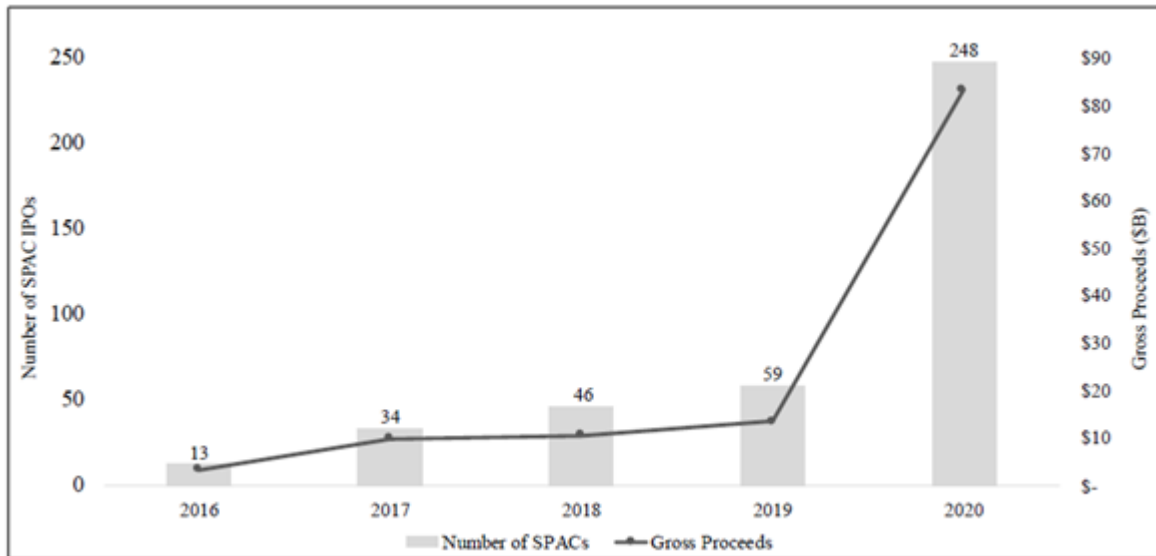


Nota: La figura 8 muestra la evolución de la base monetaria de Estados Unidos desde el año 2011, post crisis financiera, hasta el año 2021, post crisis económica por el Coronavirus. Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System (US); Extraído de: <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>

Esta política monetaria expansiva ayudó a morigerar los efectos de la pandemia sobre la economía real, aunque se puede decir que el mayor impacto lo tuvo sobre los mercados financieros. Los activos financieros, que en marzo de 2020 experimentaron bajas mayores al 50% en algunos casos, tuvieron una reacción asombrosa y subieron desde los mínimos de marzo más de un 60% en promedio, para terminar el año con altos rendimientos. Muchos analistas comenzaron a hablar del fenómeno de reflación en el precio de estos activos, intentando explicar cómo el dinero emitido por los Bancos Centrales del mundo se terminaba volcando principalmente a los mercados financieros, haciendo subir los precios de la mayoría de los activos. Los activos de renta fija cotizaron con rendimientos muy cercanos a cero y, hasta en algunos casos rendimientos negativos, mientras que los de renta variable experimentaron subas que llevaron el valor bursátil de las empresas a niveles impensados, muy por encima de los promedios históricos de los ratios financieros.

El calificativo de histórico no solo aplica en este caso al Coronavirus, a la emisión monetaria de los Bancos Centrales o al precio de algunos activos financieros que multiplicaron varias veces su valor durante el año 2020. También se puede describir como histórico el crecimiento y la expansión de los SPACs a partir del año 2020. La profesora de Harvard, Passador (2021), cree que, si hubiera que resumir el año 2020 en una sola palabra desde la perspectiva de los mercados de capitales, la palabra indicada sería SPAC. Como se observa en el gráfico a continuación, en el año 2020, se emitieron 248 SPACs, multiplicando en más de 4 veces tanto la cantidad de emisiones como el volumen recaudado respecto al año anterior.

Figura 9: Crecimiento del mercado de SPACs en los últimos 5 años



Nota: En la Figura 9 se pueden ver las cantidades de SPACs emitidos en Estados Unidos por año y el monto recaudado por esos SPACs, desde el año 2016 hasta el año 2020, que representan una tasa de crecimiento anual compuesto del 88,53% para el período de los 5 años. Extraído de: Chamberlain, Lauren. (2021). *Dispelling the Hype: An Examination of SPAC Common Equity Performance*.

Moshammer (2021), al expresarse sobre la explosión del instrumento y la popularidad alcanzada en los últimos dos años, comenta que sólo en 2020 los 248 SPACs lanzados al mercado lograron recaudar más de 80 mil millones de dólares, que es más que el capital recaudado por todos los SPACs emitidos en todos los años anteriores en conjunto y que prácticamente alcanzó el mismo monto que lo emitido por empresas a través del IPO tradicional durante el mismo año. Al pensar en los factores que llevaron a este boom de los SPACs o SPACmanía, como le llaman muchos autores, este autor menciona al SPAC en sí mismo como principal razón de la espectacular evolución. El desarrollo paulatino del instrumento, de la sofisticada ingeniería financiera utilizada para diseñar su estructura de capital, de las regulaciones que fueron acompañando el crecimiento, terminó siendo el sustento de su permanencia y evolución en el tiempo, según este autor y muchos de sus colegas. Adhiere este autor, que otro de los motivos de la explosión del instrumento, según su parecer, fue la posibilidad de atraer emisiones de empresas del sector de la tecnología de la información que, al observar las altas valuaciones que el mercado otorgaba a esa industria y la facilidad para captar fondos, tomaron la decisión impulsiva de hacerlo de forma instantánea, siendo el SPAC el mejor vehículo para hacerlo de esa manera.

Moon (2021), por su parte, atribuye más el éxito de este instrumento a factores estructurales y al aprendizaje logrado en el tiempo, que hicieron que el mismo se presente cada vez más atractivo para el público inversor. A medida que los patrocinadores contribuyeron con más "skin in the game", es decir arriesgando más su propio capital, que se agregaron las inversiones de PIPE y que se aumentaron los umbrales de redención, los SPAC llegaron a convertirse en lo que son hoy en día,

piensa la autora. Por otro lado, Newman y Trautman (2021), al hacerse la pregunta de por qué se dio el éxito de los SPACs y por qué lograron dar el salto en ese momento, esbozan su respuesta de que la “fiebre del oro” para los SPACs durante 2020 estuvo estrechamente relacionada a la pandemia del Coronavirus. Según estos autores, la pandemia y la crisis económica consecuente generaron preocupaciones de que el mercado de IPOs se vería obstaculizado durante meses, por lo que algunas empresas de tecnología y otros sectores vieron a los SPACs como una forma de recaudar dinero sin estar sujetos a los caprichos de la volatilidad repentina del mercado de valores. Estos autores, atribuyen también parte del éxito de los SPACs, a la incorporación masiva de grandes celebridades del deporte, el espectáculo y la política, quienes aprovecharon su fama y reputación para actuar como sponsors o caras visibles de sus propios SPACs y atraer a sus seguidores a estas inversiones.

Greenspan (2021) contribuye al análisis de las principales causas del boom repentino de los SPACs a partir de 2020, sosteniendo que, en primer lugar, en un contexto de mayor circulación monetaria dadas las políticas aplicadas por el gobierno y la ausencia de rendimientos positivos libre de riesgo, se creó un exceso de capital que exigió buscar nuevos lugares para invertir con expectativas de mayores rendimientos. Esto se vio respaldado por una manía especulativa, que floreció de forma adyacente al auge de los SPACs, hacia nuevos instrumentos financieros como las “meme stocks” (acciones impulsadas por plataformas como Reddit), criptomonedas y tokens no fungibles (NFT). El confinamiento social parece haber incentivado esta actitud especulativa en la sociedad transformando la operatoria financiera en una fuente de entretenimiento, según el autor. Agrega también que los SPACs tuvieron una reacción inmediata al considerable aumento repentino de la demanda, incrementando paralelamente la oferta para captar todos esos fondos disponibles. Por último, afirma que la disposición cada vez mayor de suscriptores, bancos de inversión y mercados de valores de prestigio para involucrarse con los SPACs, ha despertado el interés de una audiencia más amplia de inversionistas.

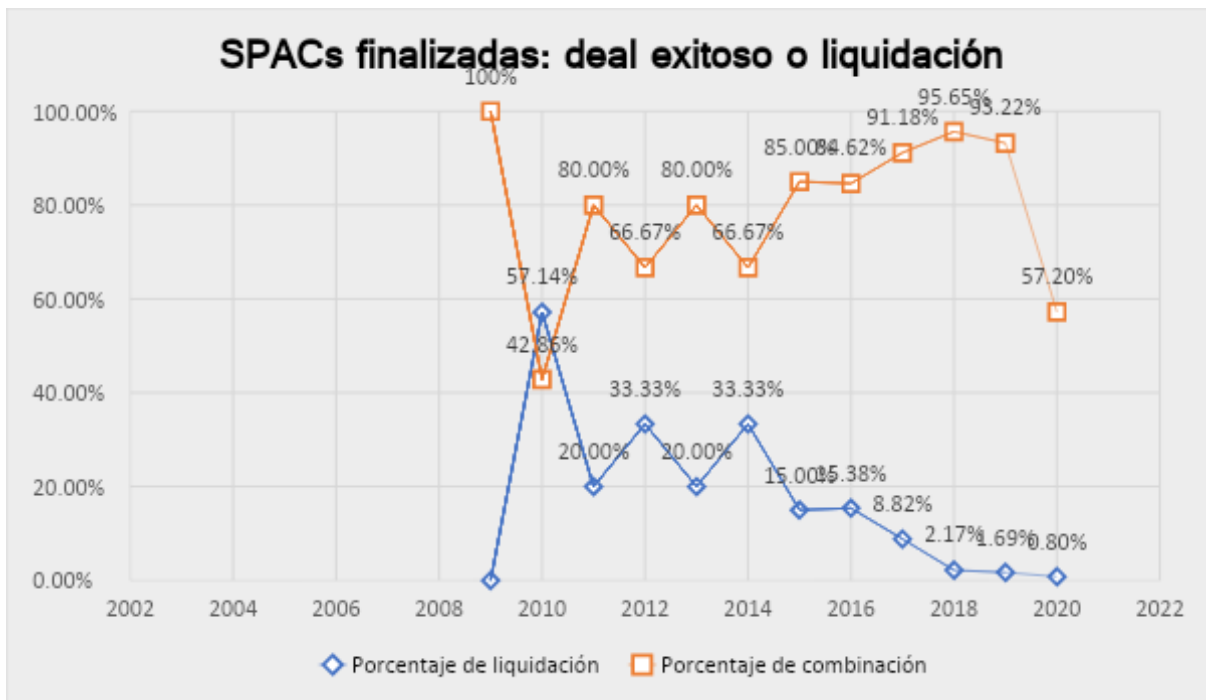
En lo referente a los desarrollos estructurales que tuvieron los SPACs durante los años previos al 2020 y que sirvieron como base para la adopción masiva del instrumento, Passador (2021) cree que su influencia es determinante para explicar el crecimiento y realiza un análisis detallado de estos avances. Por un lado, la incorporación de inversores, tanto minoristas como mayoristas fue quizás el punto de partida inicial para explicar el recorrido posterior. En segundo lugar, el rol del sponsor o patrocinador pasó a estar más diversificado entre grandes firmas de private equity, inversores calificados, celebridades, empresas públicas, entre otros. Respecto a lo estructural del instrumento, la autora considera que, en los últimos años, el mismo estuvo sujeto a una innovación constante, sobre todo en lo referido a warrants, diseño del de-SPAC e incentivos de los patrocinadores. Adicionalmente, la presencia de un regulador más participativo y atento al funcionamiento del instrumento, ha contribuido a generar una mayor confianza en todos los participantes del mercado.

Haciendo foco en la estructura del instrumento, la autora describe una tendencia que se viene advirtiendo en los últimos dos años, que es la práctica del warrant fraccionado. Cada warrant completo da derecho al tenedor a comprar una acción ordinaria y cada unidad está compuesta por una acción y una fracción de un warrant, lo que incentiva al accionista a comprar más acciones para obtener un warrant completo y disminuye los riesgos de dilución en la fase del de-SPAC. En los últimos años se viene observando una reducción en el precio de ejercicio de los warrants para estimular justamente el ejercicio de los mismos y, por ende, lograr una mayor participación de los inversores originales del SPAC, sin necesidad de recurrir a los inversores PIPE, que normalmente generan un efecto dilutivo sobre el inversor original.

Otro aspecto sobre el cual repasa la autora, es la liquidación de los SPACs, es decir el proceso que llevan a cabo aquellos que no terminan concretando un acuerdo de fusión o adquisición y reembolsan el capital invertido a los accionistas. Comenta la autora que en los últimos años se ha observado una fuerte tendencia a la baja en la cantidad de SPACs liquidados. Como se observa en la Figura 10 a continuación, la tasa de pago se redujo drásticamente de casi el 60% en 2010 a casi un 15% en 2015, para llegar a un promedio menor al 2% en los últimos tres años. Según la autora, este nivel extremadamente bajo de liquidaciones se puede atribuir a la creciente presencia de participantes

reconocidos en el mercado. Los SPACs obtuvieron más atención y confianza del mercado al aumentar la cantidad de inversionistas de alto perfil y al reclutar ejecutivos de compañías de alto perfil.

Figura 10: SPACs finalizadas en los últimos años



Nota: En la Figura 10 se puede ver la evolución de la tasa de liquidación de SPACs por año (cantidad de SPACs liquidadas/cantidad de SPACs totales del año) así como también de la tasa de éxito (SPACs que lograron combinación de negocios/SPACs totales del año). Fuente: elaboración propia en base a datos del sitio web <https://spacinsider.com/stats/>

Continuando con el análisis de los SPACs contemporáneos, hay señales de que la industria está desarrollando nuevas estructuras de incentivos para atraer inversores. El famoso director ejecutivo de la empresa *Pershing Square Capital Management LLP*, Bill Ackman, quien también es conocido por haber administrado grandes fondos de cobertura a lo largo de su carrera, lanzó en el año 2020 un SPAC denominado *Pershing Square Tontine Holdings (PSTH)*, que recaudó más de cuatro mil millones de dólares en el IPO, siendo el SPAC más grande de la historia de Estados Unidos al momento. Moshhammer (2021) encuentra muy interesante los cambios conceptuales de la estructura desarrollada por Ackman, calificando a la misma como un ejemplo muy innovador para la industria. Básicamente, en la estructura de este SPAC, para minimizar la dilución y proteger a los accionistas y la empresa objetivo, el patrocinador no recibió una promoción del 20% del capital post fusión, sino que adquirió warrants que se pueden ejercer después de un período de 36 meses, comenta el autor. El efecto directo es que el patrocinador solo recibe una rentabilidad si la empresa fusionada es rentable a medio plazo. Además, la fracción de una acción que se puede comprar con una garantía en este SPAC es excepcionalmente baja, equivalente a una novena parte de una acción. Con el fin de reducir la tasa de redención, aquellos accionistas que no ejerzan su derecho cuando se propone la fusión, reciben warrants adicionales.

Sin embargo, complementa Moon (2021) acerca del mismo tema, que el acuerdo propuesto por Ackman para que PSTH adquiriera Universal Music Group no se pudo completar, dado que los inversores presentaron algunas demandas. La SEC dictaminó que no cumplía con los requisitos para un SPAC ya que Ackman había creado un acuerdo poco convencional en el que PSTH compraría una participación del 10%, en lugar de adquirir toda la empresa para hacerla pública. A partir de esa experiencia fallida, Ackman ha manifestado actualmente la intención de crear una nueva estructura, una *Special Purpose Acquisition Rights Company* o *SPARC*, donde, a diferencia de los SPACs, a los inversionistas se les propone primero el trato o acuerdo de fusión, y luego tienen el derecho a decidir si ponen o no el dinero para invertir en la futura compañía pública.

Como se puede observar, en los últimos años se han producido importantes avances en la difusión y adopción de la figura del SPAC, promovidos por la permanente innovación en los términos jurídicos y contractuales de la misma, como también por las ventajas e incentivos que encuentran quienes deciden sacarlos al mercado. La SEC no ha sido un testigo silencioso de este crecimiento, sino que se ha pronunciado en varias ocasiones acerca del tema. Dambra, Even Tov y George (2022) comentan que, en abril de 2021, el director interino de la División de Finanzas Corporativas de la SEC, John Coates, publicó una afirmación acerca de los SPACs donde afirmaba que, a los efectos de la protección para puertos seguros que otorga la Ley PSLRA, las transacciones de-SPAC pueden llegar a ser consideradas dentro de la categoría de los IPO tradicionales y por ende no gozar del beneficio de esta protección. Esta afirmación fue tomada en carácter de advertencia por muchos inversores, más aún cuando unas semanas después de dicha frase, el Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes recibió un proyecto de ley para excluir a todos los SPAC del puerto seguro para declaraciones prospectivas.

Por otro lado, Akdogu, Simsir y Yilmaz (2022) añaden que, en abril de 2021, en su primer intento oficial de regular de forma directa el mercado de SPACs, la SEC afirmó que los warrants emitidos por los SPAC deberían clasificarse en sus balances como pasivos en lugar de acciones. Desde una perspectiva contable, el cambio en el tratamiento de los warrants tiene implicaciones importantes para las ganancias de los SPACs porque los warrants ahora se registran a valores justos y los cambios en estos valores deben reflejarse en las ganancias de manera regular. Como resultado de los efectos secundarios de la oferta y la demanda, los actores del mercado de SPACs vieron la intervención de la SEC como una intención de frenar el crecimiento explosivo del mercado, advierten los autores. De hecho, los IPOs de SPACs se redujeron drásticamente luego de estas disposiciones de la SEC de abril de 2021.

Arel, Donahue, Letalien y Mordecai (2022) comentan que otra propuesta, aún más radical, que ingresó al Congreso durante 2021, es la *H.R.5913 - Protecting Investors from Excessive SPACs Fees Act of 2021*, que busca prohibir la participación de inversores minoristas en los IPO de SPACs salvo que se cumplan ciertos requisitos. A menos que se proporcionen ciertas divulgaciones, cuyos requisitos están delegados bajo la legislación a la SEC, los inversionistas minoristas estarían efectivamente prohibidos de operar SPACs. Asimismo, esta Ley buscaría limitar la propiedad económica del patrocinador, llevando su participación a una cuarta parte de los niveles actuales de mercado. Estos autores consideran que, a pesar de todos los desarrollos regulatorios adversos, el mercado de SPACs se debiera mantener fluido y dinámico en los próximos años, evolucionando continuamente para abordar los desafíos regulatorios y de mercado.

3.b) Análisis estadístico del mercado de SPACs y proyecciones futuras

3.b.1) Evolución cuantitativa de los SPACs

Como hemos ido observando a lo largo del trabajo, el camino que han recorrido los SPACs desde mediados de los años 90 cuando surgieron en Estados Unidos hasta el día de hoy, está marcado por una evolución progresiva, tanto en lo que refiere a su desarrollo estructural y a su marco regulatorio, como también en lo relacionado a su penetración y participación en los principales mercados financieros.

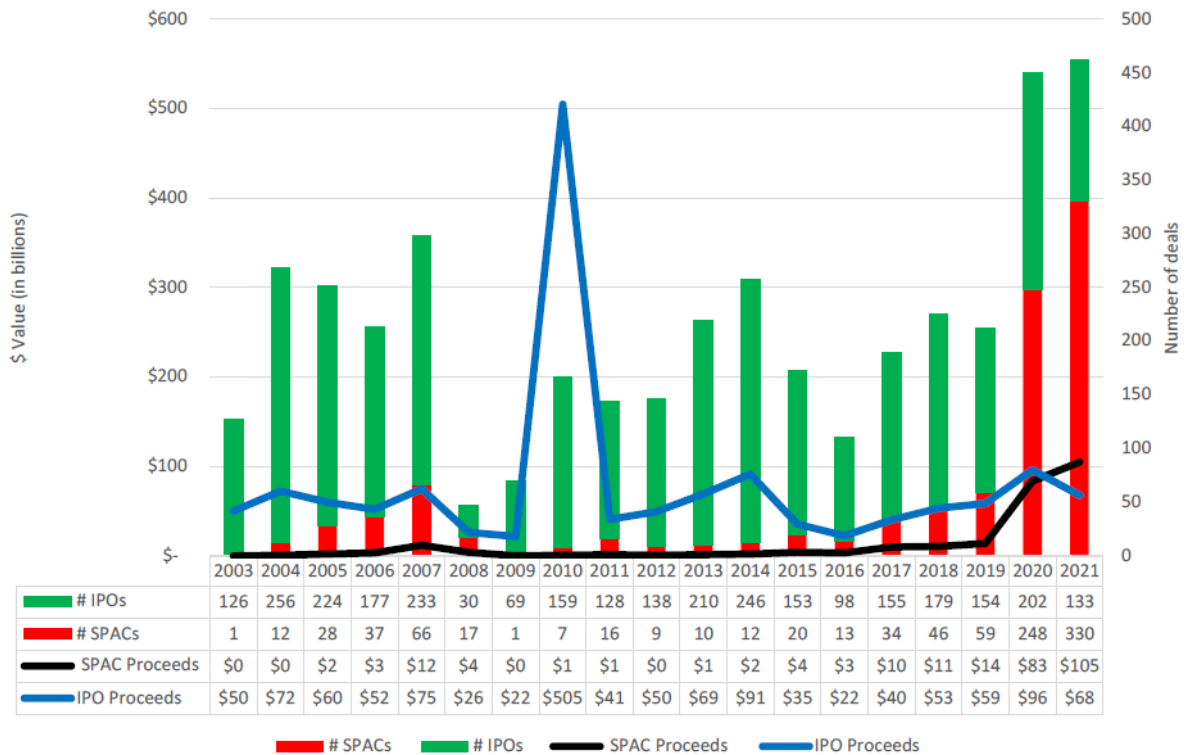
Haciendo un estudio íntegro del desarrollo del mercado SPAC en los últimos 40 años, Greenspan (2021) llega a la conclusión de que la comercialización ascendente de los SPACs, impulsada por los bancos de inversión y los mercados de valores, ha llevado al instrumento a ocupar un lugar considerable en la porción total de mercado de las aperturas públicas de capital, pasando a ser un competidor directo para el IPO tradicional. Bajo el punto de vista del autor, ambas figuras tienen en la actualidad una correlación negativa en cuanto a su popularidad. Mientras el SPAC viene en un camino ascendente hace varios años, aumentando tanto la cantidad de emisiones por año como los montos recaudados en dichas emisiones, la popularidad del IPO viene decreciendo año tras año y este mecanismo pierde interés en manos del SPAC y la Oferta Pública Directa (DPO).

El autor atribuye la pérdida de popularidad del IPO tradicional principalmente a las consecuencias regulatorias de las crisis financieras de 2001 y 2009, que hicieron que someterse a los regímenes de divulgación pública del mercado se convirtiera en algo poco deseable para las empresas. La disminución en la cantidad de IPOs es tal, que el *Wilshire 5000 Total Market Index*, destinado a contener 5000 empresas públicas listadas, se ha reducido a solo 3.463 componentes a fines de 2020, comenta el autor. No hay suficientes empresas públicas para cumplir con el índice, lo que demuestra una escasez percibida de oportunidades de inversión pública. Rosov (2018) aporta que en la actualidad la tasa de ingreso al mercado a través de un IPO es anormalmente baja mientras que la tasa de retiro del mercado a través de un desliste voluntario es anormalmente alta.

En contraposición a esta situación, Geiss (2022) afirma que los SPAC, que alguna vez fueron el último recurso, se han convertido en una opción cada vez más popular para las empresas que buscan cotizar en bolsa. Recientemente, el volumen recaudado por SPACs ha crecido año tras año, rompiendo el récord en 2019 con aproximadamente 13.600 millones de dólares en ingresos brutos, volviendo a romper el récord en 2020 con 83.350 millones en ingresos brutos y nuevamente en 2021 con 162.000 millones de dólares en ingresos brutos. Estos volúmenes representaron en 2020 cerca de un 50% de lo recaudado en todo el mercado de ofertas públicas iniciales y más de un 60% en el año 2021.

En la Figura 11 expuesta a continuación se puede observar cómo fue evolucionando el mercado de SPACs en comparación con el de IPO tradicional a lo largo de los últimos 20 años. Con una participación prácticamente nula de los SPACs hasta el año 2016, se observa que el salto recién se produce a partir del año 2017 y el crecimiento del instrumento a partir de ese momento tiene una conducta exponencial, llegando a superar al IPO tradicional en el último año como mecanismo de oferta inicial de acciones en el mercado.

Figura 11: *Evolución del SPAC vs IPO tradicional en los últimos 20 años*

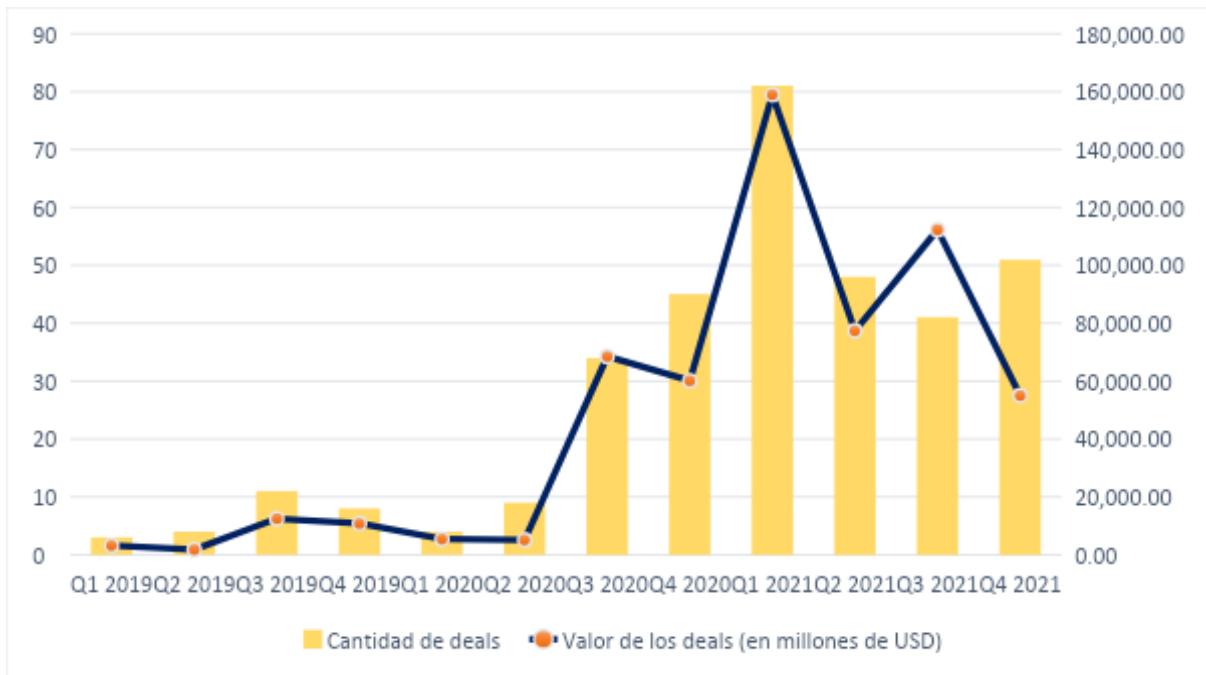


Nota: En la Figura 11 se observa una comparación entre el mercado de SPACs y el de IPOs tradicionales. Las dos variables que se comparan son la cantidad de emisiones mediante cada instrumento y los montos recaudados mediante cada una de ambas vías. Si bien el IPO tradicional dominó claramente la industria hasta el año 2016, a partir de ese momento la tendencia comenzó a revertirse y el SPAC comenzó a ganar terreno para terminar desplazándolo del primer lugar en 2021. Extraído de: Damodaran, Aswath, Disrupting the Disruptors? The 'Going Public Process' in Transition (July 14, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3892419> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3892419>

Para explicar la fenomenal suba sucedida desde 2020 en adelante Gahng et al. (2021) se detienen en los datos de los SPACs que concretaron fusiones, en la cantidad de liquidaciones y en los porcentajes de acciones redimidas. En el año 2020, hubo más de 90 fusiones completadas y sólo se liquidaron dos SPACs. En menos del 40% de las fusiones se redimió el 50% o más de las acciones. En el cuarto trimestre, no hubo ninguna liquidación y en menos del 30% de las fusiones hubo 50% o más de las acciones redimidas. Por lo tanto, según los autores, lo que cambió en 2020, especialmente en el último trimestre, fue que el sentimiento de los inversores hacia las fusiones se volvió mucho más positivo, lo que permitió a los patrocinadores completar acuerdos porque era poco probable que el efectivo recaudado en la oferta pública inicial se redimiera. Para las empresas objetivo, aumentó la probabilidad de que se completara una fusión y se entregara una cantidad sustancial de efectivo, lo que hizo que la fusión con un SPAC fuera más atractiva de lo que había sido hasta entonces. Las inversiones de PIPE también se hicieron más comunes, proporcionando efectivo adicional y garantías de que la fusión se completaría. Además, la buena performance de SPACs de alto perfil que salieron al mercado a finales de 2019 y principios de 2020, atrajo más dinero de inversores minoristas que por lo general persiguen rendimientos pasados. Empresas como Virgin Galactic, DraftKings y Nicola lideraron esta camada de SPACs.

En la Figura 12 a continuación se pueden observar algunas estadísticas de las transacciones de-SPAC llevadas a cabo en el período de los últimos 3 años (2019 a 2021). Tanto la cantidad de transacciones como el valor total de dichas transacciones acumuladas aumentó fuertemente a partir del tercer trimestre del año 2020, marcando un pico en el primer trimestre de 2021, cuando el mercado quitó el pie del acelerador y se estabilizó en los trimestres siguientes del año.

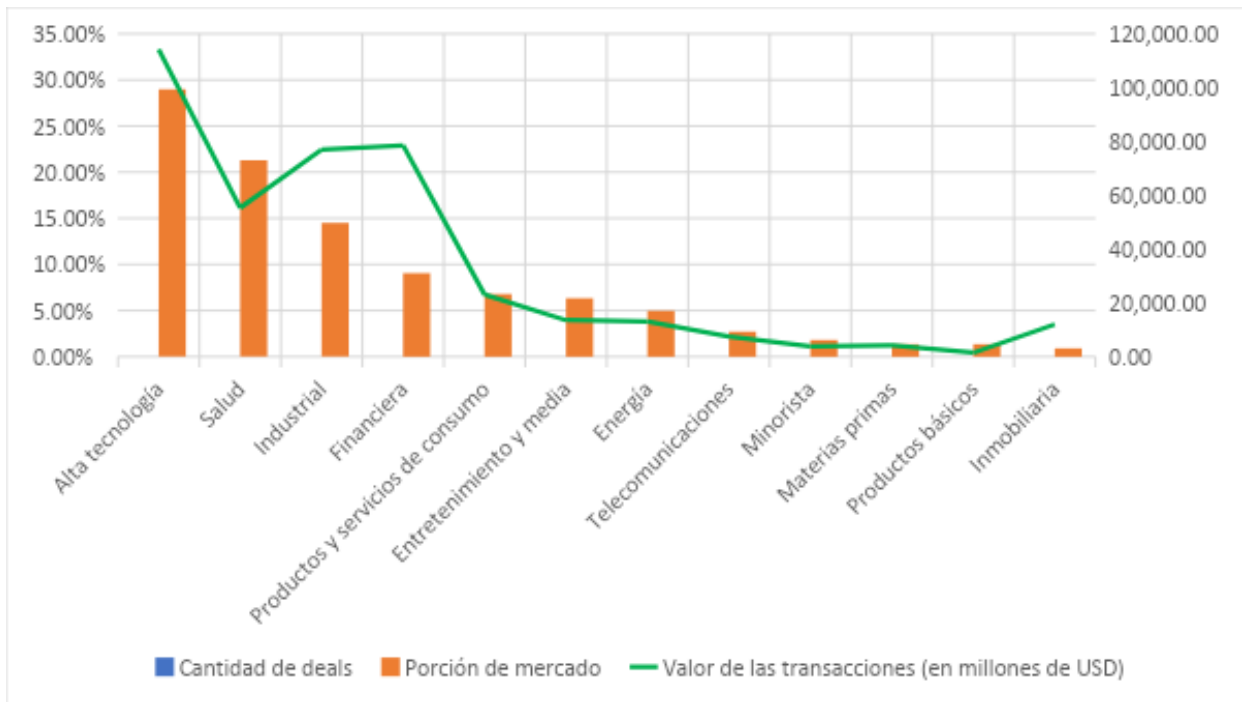
Figura 12: Estadísticas transacciones de-SPAC en USA - Período: 2019/2021



Nota: En la Figura 12 se puede ver la evolución de la actividad en el mercado de-SPAC durante los últimos 3 años. El mercado tuvo un trimestre récord a principios de 2021, principalmente como consecuencia del gran aumento en emisiones IPO de nuevas SPACs y la necesidad de muchas empresas de concretar una fusión para financiar su actividad. Fuente: elaboración propia en base a datos del sitio web <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-01/us-spac-de-spac-data-statistics-round-up.pdf>

El alto nivel de transacciones consumadas en los últimos años no sólo permitió atender la alta demanda de empresas privadas en búsqueda de SPACs con fondos listos para ser inyectados al negocio operativo, sino que también terminó funcionando como un combustible para la industria de los SPACs, robusteciendo la reputación del mercado y generando cada vez más un mayor interés por este vehículo de inversión. La diversificación en el tipo de empresas que participan de fusiones con SPACs es cada vez mayor como se puede observar en la Figura 13 a continuación. El predominio de empresas tecnológicas y del rubro de la salud, refleja un poco la situación que está atravesando el mercado en general, con alta demanda de soluciones tecnológicas y de infraestructura sanitaria.

Figura 13: *Transacciones de-SPAC por tipo de industria en USA durante 2021*



Nota: En la Figura 13 se puede observar la distribución de transacciones de-SPAC por tipo de industria en Estados Unidos durante 2021. El predominio e influencia de empresas tecnológicas en el mercado es muy marcado, en línea con lo sucedido en el mercado de IPOs tradicionales. Fuente: elaboración propia en base a datos del sitio web: <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-01/us-spac-de-spac-data-statistics-round-up.pdf>

Otra de las explicaciones que encuentran Gahng et al. (2021) al fuerte incremento en los capitales que fluctuaron hacia el mercado de SPACs en los últimos años, es el avance de los compromisos PIPE, es decir, de aquellas inversiones privadas que ingresan a un SPAC en el momento de concretar una combinación de negocios, a cambio de una participación accionaria valuada generalmente a descuento. Los autores hacen énfasis en dos funciones importantes que cumple el PIPE. En primer lugar, cuando es realizado por una entidad externa, como un fondo de Private equity, sirve para certificar que el acuerdo es atractivo y, por lo tanto, desalienta las redenciones. Por otro lado, si hubiera rescates sustanciales, el PIPE proporciona el capital para cubrir el monto mínimo necesario para avanzar con la combinación. Fagan y Levmore (2022) añaden que el PIPE cumple la función de brindar información de forma implícita a los inversionistas minoritarios, quienes debieran gastar una cantidad considerable de dinero y tiempo si quisieran evaluar el acuerdo por sus propios medios. La magnitud de una inversión PIPE antes de firmar un acuerdo, brinda señales a los accionistas de qué tan buena o mala puede ser la fusión para estos inversores institucionales que aportan nuevos fondos.

Con todas las estadísticas observadas, se puede decir que el crecimiento del mercado SPAC en los últimos años es indiscutido. Ya sea que se analice la cantidad de SPACs que hicieron oferta pública inicial, la cantidad de transacciones de-SPAC o el porcentaje que representan las emisiones de SPACs versus las emisiones totales de ofertas públicas iniciales, se verán curvas ascendentes, montos crecientes y participaciones cada vez mayores. El instrumento ha logrado instalarse en la industria financiera de forma sostenida por varios años consecutivos, aunque para poder proyectar si esto es definitivo es necesario analizar su desempeño en cuánto a rentabilidad y volatilidad. En el siguiente apartado se recogerán algunas evaluaciones respecto a los retornos y riesgos que generan los SPACs a los distintos participantes.

3.b.2) Evaluación de los SPACs de acuerdo a sus retornos y sus riesgos

Son muchos los autores que se han dedicado a estudiar los rendimientos de las acciones de SPACs a lo largo de los años, utilizando dos perspectivas diferentes para realizar el análisis. En primer

lugar, la perspectiva del momento. Muchas evaluaciones de desempeño de los SPACs se categorizan de acuerdo a las etapas del ciclo de vida que atraviesa un SPAC, es decir, cómo fue la performance del SPAC los primeros meses después de realizado el IPO, cómo continuó su rendimiento hasta concretar una fusión y cómo se comportó la acción en los meses posteriores a dicha combinación. Por otro lado, hay otros autores que utilizan la perspectiva del participante, es decir, analizan cuál fue el retorno que brindó el SPAC a las distintas partes que forman parte de la inversión: inversores del IPO, patrocinadores, inversores PIPE.

Jog and Sun (2007) son de los primeros autores que realizaron evaluaciones de retornos en los SPACs de la segunda generación. Al estudiar los retornos de SPACs que concretaron fusiones, encuentran que el rendimiento anualizado para los accionistas se ubica en torno a una pérdida del 3%, mientras que la misma medida para los patrocinadores es mayor a 1900% de ganancia, tomando para estos como precio de entrada el valor proporcional pagado por cada acción, con el beneficio ejercido de adquirir el 20% de las acciones por un monto fijo menor a 25.000 dólares. Claramente este fue uno de los indicios por los cuales con el paso del tiempo cada vez se le exigió más “skin in the game” a los patrocinadores, buscando que asuman más riesgo en cabeza propia con el fin último de nivelar un poco el terreno con los accionistas.

Jenkinson y Sousa (2011) construyen su análisis en base a una división de los SPACs de su muestra en dos grupos, “SPACs malos” y “SPACs buenos”. Los SPACs malos son aquellos en los que el precio del SPAC en la fecha en que los inversores aprobaron una combinación de negocios estaba por debajo del valor fiduciario por acción. Los inversores, por lo tanto, fueron en contra de la opinión de mercado, que había valorado el acuerdo como una destrucción de valor. Los SPACs buenos son obviamente aquellos en los cuales el precio del SPAC estaba por encima del valor fiduciario por acción a la fecha de aprobación de la combinación. Los rendimientos, medidos 26 semanas después de la fusión o adquisición, son sustancialmente distintos para un grupo y otro, con un rendimiento negativo de 39% para los SPACs malos, versus un rendimiento negativo de 6,2% para el grupo de SPACs buenos. El rendimiento anual para el grupo de SPACs malos llega hasta un 79% de pérdida. Luego de un exhaustivo análisis, estos autores concluyen que, si bien la mayoría de los SPACs son malas inversiones y destruyen valor, la estructura del SPAC en sí no es necesariamente defectuosa. Remarcan como positivo el control que tienen los inversores a la hora de tomar decisiones, que les permite evitar la incertidumbre y los costos altos de un IPO tradicional.

Gahng et al. (2021) organizan su análisis de rendimientos en base a los períodos de vida del instrumento. En primer lugar, analizan el rendimiento durante el período SPAC, que sucede entre el IPO y el momento de la combinación de negocios. Los autores, que toman como muestra para su análisis todos los SPACs emitidos entre enero de 2010 y diciembre de 2018, concluyen que los inversores obtuvieron en promedio un 12% de ganancia anualizada durante el período SPAC. Aclaran también que incluso el SPAC con peor desempeño proporcionó una rentabilidad positiva del 0,51% anual. Dada su naturaleza y sus características estructurales, los autores asemejan al SPAC a un bono convertible libre de default y con garantías adicionales, lo que hace del 12% una rentabilidad anual media bastante atractiva si se lo compara con el universo de activos de renta fija.

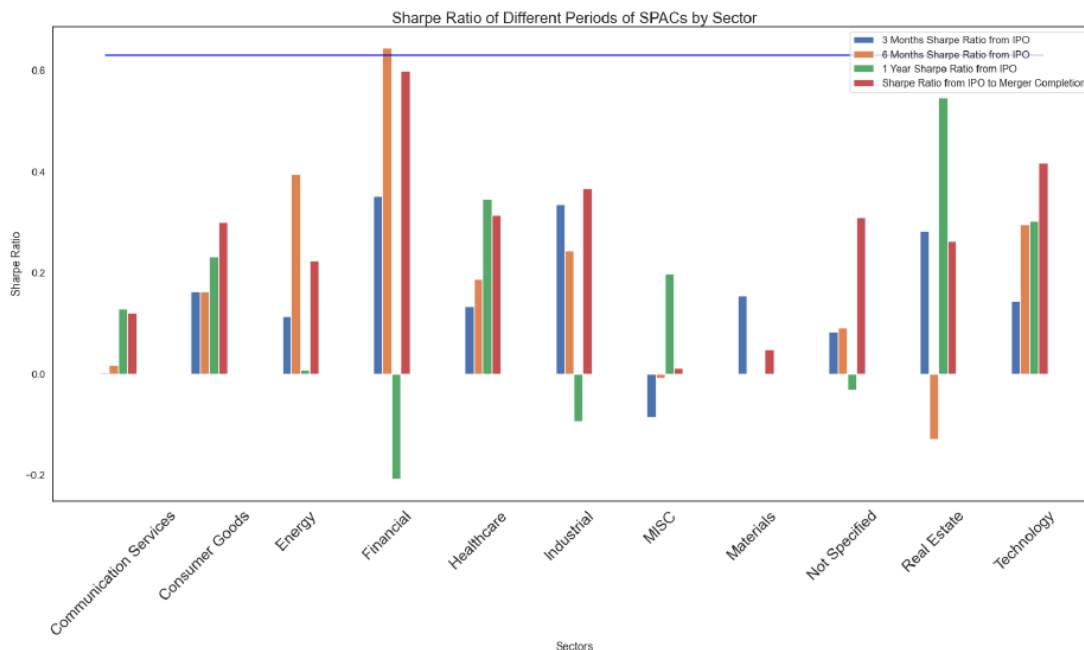
En segundo lugar, los autores analizan el rendimiento del período de-SPAC para aquellos SPAC que lograron concretar una combinación de negocios. Para este estudio, emplearon una estrategia de “*buy and hold*” (comprar la posición y mantenerla), en la cual el inversionista compra la acción el primer día de cotización como de-SPAC y la mantiene durante uno o tres años. Los resultados obtenidos fueron que las acciones tuvieron una pérdida promedio anual de 7,3%. Atribuyen el rendimiento negativo a que, por lo general, en el momento de combinación, el SPAC entrega menos dinero por acción que el precio de la oferta pública inicial de 10 dólares a la empresa que se fusiona, incluso después de nuevas inversiones de los inversores de PIPE, debido a los altos reembolsos, las tarifas de suscripción y la promoción neta. En una muestra de 145 combinaciones completadas en 2021, el promedio de efectivo entregado por el SPAC fue de 7,42 dólares. Por otro lado, los autores también calcularon el rendimiento de los warrants y, sorprendentemente, descubrieron que bajo la misma estrategia de comprar y mantener los warrants tuvieron un rendimiento promedio anual de

64,4% positivo. La inversión en warrants es bastante más riesgosa, pero pareciera que dicho premio compensa con creces la asunción de ese riesgo.

En línea con estos autores, Dimitrova (2017) también documenta los malos resultados obtenidos por los inversores de SPACs en el largo plazo. Comenta que, si bien los anuncios de adquisiciones por parte de los inversores de SPACs son recibidos positivamente por el mercado, en promedio, estas empresas tienen un rendimiento inferior a largo plazo. Los resultados del desempeño contable de los SPACs también sugieren que tienen un desempeño significativamente inferior al de sus *benchmarks (índices de referencia)*. En cuanto al desempeño de los SPACs una vez que los mismos se combinan con otra empresa, la autora documenta que los incentivos perversos integrados en el contrato pueden alentar a algunos patrocinadores a realizar malas adquisiciones para cobrar su compensación de capital. Aún más, Kolb y Tykvova (2016) representan a los SPACs como ranas que nunca llegan a convertirse en príncipes, y explican cómo empresas de baja calidad se sienten atraídas por los SPACs, conformando un activo que destruye el valor con un retorno anual promedio de 46% negativo. Por su parte, Klausner et al. (2020) asocian los malos rendimientos de los SPACs a los altos costos requeridos para lanzar el IPO, a los incentivos desalineados entre las partes y a la dilución sustancial que sufren los inversores que mantienen sus acciones después de una fusión.

Los investigadores Chong et al. (2021) realizan un análisis sectorial de los rendimientos de SPACs fusionados. Como se ve en la Figura 14 a continuación, hacen una comparación entre el desempeño de SPACs de distintos sectores utilizando el indicador ratio de Sharpe, que es un indicador de retornos ponderados por el riesgo (utilizando rendimientos promedios y desviaciones estándar de dichos rendimientos). Entre los sectores se destacan principalmente el financiero y el inmobiliario, que muestran los mejores ratios en distintos períodos de tiempo. Sin embargo, algo que se puede ver claramente en el análisis es que la mayoría de los sectores de SPACs tienen un ratio de Sharpe inferior al ratio de Sharpe promedio del índice S&P 500, lo que indica que el perfil de riesgo/rendimiento de este instrumento no es tan atractivo como el del índice accionario.

Figura 14: Comparación de ratios de Sharpe de SPACs clasificados por industrias



Nota: En la Figura 14 se observa una comparación de los distintos ratios de Sharpe de SPACs clasificados por sectores. El cálculo se hace utilizando datos de 3 meses post-IPO, 6 meses post-IPO, 1 año post-IPO y para el período desde el IPO hasta la combinación de negocios. Extraído de: Chong, Eason and Zhong, Emily and Li, Fannie and Li, Qianyi and Agrawal,

Saharsh and Zhang, Qingquan, Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective (June 8, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3862186> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3862186>

Por otro lado, Cohen y Qadan (2021) modelan los resultados de los SPACs segmentando el análisis a los períodos transcurridos entre el anuncio de una combinación de negocios y el momento en que la misma se hace efectiva. Los autores consideran que los cambios prospectivos contenidos en el anuncio de una combinación se absorben de forma inmediata en el precio de la acción, generando una mayor volatilidad en el período en cuestión. En sus análisis, en los 60 días posteriores a un anuncio de combinación, los SPACs bajo estudio tienen un comportamiento muy positivo, generando un rendimiento directo promedio del 31,6% para ese período. Los autores concluyen con sus investigaciones que los SPACs pueden producir rendimientos sustanciales a corto plazo si los inversores compran las acciones inmediatamente después de que se haya anunciado una posible fusión o adquisición. Añaden, además, según los resultados de sus modelos, que los SPACs contribuyen menor riesgo sistémico a una cartera de inversión que el que contribuyen las acciones emitidas por un IPO tradicional.

Respecto a su performance histórica, comenta Moon (2021), en base al estudio de otros autores, que las olas de emisiones de SPACs están inversamente relacionadas con el índice de volatilidad “VIX” y con el índice “VRP”, que es la prima de riesgo de varianza. VIX y VRP miden la volatilidad y la incertidumbre. En tiempos de incertidumbre, los inversores tienen mayor aversión al riesgo y se alejan de los SPACs debido a su falta de transparencia. Por otro lado, el índice “*Fear and greed*”, que mide el sentimiento del mercado de valores, está fuertemente correlacionado positivamente con el volumen de SPACs, en parte debido a que el mercado de SPACs atrae a inversores que buscan rendimientos, no tanto a inversores que buscan diversificar el riesgo.

3.b.3) ¿Son los SPACs sustentables en el tiempo?

Una de las preguntas que más se repite en la literatura contemporánea acerca de los SPACs es si los mismos persistirán en el tiempo y cómo será su evolución de aquí en adelante. Con una visión poco optimista, Agarwal (2021) sostiene que, si bien los SPACs han entrado en una especie de espiral de retroalimentación positiva con una credibilidad ascendente gracias a la participación de muchos famosos, los mismos no dejan de ser una práctica controvertida y, a medida que van ganando más popularidad, tanto los inversores, como los medios y los reguladores empiezan a mirarlos con mayor escepticismo. Una postura un tanto negativa considerando que los SPACs aún se encuentran en la cresta de ola, como describen muchos autores a la instancia actual que atraviesa el mercado SPAC.

Por su parte, Huang y Zhang (2022) se preguntan directamente si los SPACs pueden desaparecer en el corto plazo, ya que en muchas ocasiones son vehículos deficientes para las empresas privadas y el análisis empírico demuestra que generalmente son una inversión poco redituable a largo plazo. A esta pregunta la contrastan con datos reales, diciendo que a fines de 2021 aún hay 692 SPACs en búsqueda de acuerdos y 268 presentaciones de IPOs pendientes de aprobar por la SEC, números contundentes que manifiestan que el mercado está muy activo. Los autores concluyen que los SPACs serán siempre parte del mercado de capitales y que sus estructuras evolucionarán hacia un equilibrio más sostenible.

Klausner et al. (2020) encuentran difícil de explicar la moda actual de los SPACs. Creen los autores que, para las empresas privadas con historias que son difíciles de transmitir, los SPACs históricamente han brindado un medio para cotizar en bolsa que bien puede haber sido más efectivo que un IPO, y para muchas empresas, la única opción para cotizar en bolsa. Pero el desempeño deficiente de los SPACs posterior a la fusión sugiere que los patrocinadores estructuran el negocio de tal forma que se aseguren un beneficio propio a costa de los inversores. El gran cuestionamiento que tienen los autores es si se justifica el tratamiento regulatorio indulgente del cual gozan los SPACs hoy en día, o si la SEC debiera nivelar el terreno aplicando mayor rigurosidad en este mercado.

Así como estos autores, muchos otros utilizan la palabra moda para describir el fenómeno que está atravesando el mercado SPAC en los últimos años. Como se sabe, las modas son pasajeras y generalmente cuando la tendencia llega a un agotamiento, la caída posterior suele ser bastante abrupta. Quizás el mercado de SPACs esté dando ciertos síntomas de estar pronto a un agotamiento, o al menos a una sana depuración. Jason Robins (2021), CEO de Draftkings, una empresa de apuestas deportivas que se hizo pública recientemente a través de un SPAC, dijo en una entrevista a CNBC: “Creo que ahora hay muchos SPACs. Algunos lo harán bien y otros no. Para las empresas adecuadas, los SPAC son excelentes vehículos, pero no son adecuados para todos”. Quizás esta reflexión sea de las más sensatas de todas las que se escuchan en estos días, no por quién la emite, sino porque resume de forma honesta algo que el mercado aún pareciera no querer asumir.

4. CONCLUSIONES

Luego de un detallado análisis del impacto que han tenido los SPACs en los mercados financieros de Estados Unidos como instrumentos para la recaudación de capital, se puede concluir que indudablemente existe ya una adopción definitiva de los mismos por parte de la industria. No estamos hablando entonces de un fenómeno pasajero o temporal, sino de una alternativa genuina, realista y sostenida, que cada vez adquiere mayor status en el ecosistema financiero.

Como se expuso en el marco teórico, la vida de un SPAC se desarrolla en torno a dos eventos preponderantes que son el momento del IPO, u oferta pública inicial, y el momento de la transacción de-SPAC, o combinación de negocios, entre los cuales existe un período de tiempo de hasta 24 meses. A la inversa de una oferta pública inicial tradicional, mediante el SPAC primero se realiza la emisión de acciones a los inversores y luego, con el dinero recaudado, la empresa, sin actividad hasta ese momento, busca fusionarse o adquirir otra compañía para inyectar dichos fondos y comenzar las operaciones de la empresa pública. En un SPAC, por ende, se apuesta exclusivamente a los flujos de fondos futuros, es decir, a la generación de valor que puede hacer la empresa desde el momento de su salida a la bolsa hacia adelante. A diferencia de esto, en un IPO tradicional la ecuación para el inversor muchas veces consiste en tomar flujos de fondos ya existentes y ajustarlos a una tasa de crecimiento determinada en base a las proyecciones de la industria y de la empresa en sí. Estas características distintivas entre ambos instrumentos son quizás la síntesis más adecuada para hacer una separación entre los mismos, aunque existen muchas diferencias más, como se vio anteriormente.

Más allá de estas diferencias conceptuales, son la historia, el desarrollo y la evolución del instrumento las razones que lo han llevado a ser una alternativa al IPO tradicional en la actualidad, dotándolo de entidad propia y generando un espectacular ascenso en su utilización en estos últimos años. Lejos de surgir como una propuesta consensuada por intermediarios financieros, reguladores e inversores, este instrumento tiene una rica historia llena de errores y aprendizajes que permitieron su evolución progresiva para desembocar en el SPAC que concebimos en la actualidad.

En primer lugar, es importante remarcar el importante papel de los predecesores del SPAC, las empresas cheque en blanco de los 80, que tantos dolores de cabeza trajeron a la industria. Ingenuamente avaladas por el regulador de ese momento, estas empresas cheque en blanco, debido a su pequeño tamaño, encuadraban dentro de la categoría de *penny stocks*, lo cual les permitió gozar de muchísima libertad de acción dada la escasez de regulaciones existentes para este tipo de compañías. La falta de controles y la facilidad para captar dinero de inversores desprevenidos, fueron el combo ideal para que proliferaran maniobras fraudulentas en las cuales se inflaba el precio de estas empresas en base a promesas falsas, para que los promotores pudieran vender sus tenencias a precios irreales y obtener ganancias extraordinarias. Se hizo tan masiva la conducta fraudulenta, que los reguladores debieron intervenir su operatoria a principios de la década de los 90. La experiencia con estas compañías estableció un precedente importante para los SPACs y tuvo como principal aporte la adopción de límites respecto a lo que no sería tolerado por el regulador.

La sanción de la Ley PSRA por parte del Congreso de los Estados Unidos en el año 1990 y posteriormente de la Regla 419 de la SEC en el año 1992 fueron un paso determinante para llevar orden a los mercados luego de todo lo acontecido con las empresas cheque en blanco en la década anterior. Estas normas fijaron ciertos límites para la actuación de estas empresas, impusieron procedimientos estrictos respecto al manejo de los fondos antes de una combinación de negocios y aumentaron el escrutinio por parte de los reguladores al exigir una mayor divulgación de información por parte de estas empresas. Una de las particularidades de estas normativas, fue que, en la definición de las empresas cheque en blanco, se incorporaba taxativamente que las mismas tenían que emitir *penny stocks* por un valor de emisión no mayor a cinco millones de dólares. Este dato no es menor, ya que, como consecuencia de esto, surge en 1993 una nueva categoría de empresas, denominadas Special Purpose Acquisition Companies o SPACS, que se caracterizaban por cumplir de forma voluntaria la mayoría de las disposiciones impuestas por la Regla 419, con la salvedad de que los valores emitidos no entraban dentro de la categoría de penny stocks por tratarse de emisiones mayores a los cinco millones de dólares.

De esta forma, nace en ese momento la primera generación de SPACs, denominada así por muchos autores, la cual subsistiría hasta los últimos años de la década. No fueron muchas las emisiones de SPACs en estos primeros años debido a que hubo cierta reticencia a adoptar la nueva estructura de las compañías cheque en blanco a la cual se asemejaban los SPACs, y a que fue una época muy próspera para la salida a bolsa a través del IPO tradicional. Se podría decir que fue una etapa bastante experimental para los SPACs, liderada por el equipo del banquero David Nussbaum, principal precursor de la figura en esta época, quien lanzó trece compañías de este tipo en dicho período. Algunas sanciones impuestas a Nussbaum por ejercer posición dominante en el mercado, sumadas a la explosión de la burbuja de las empresas punto com a comienzo de los años 2000, llevaron a que el mercado de SPACs quedara en suspenso por algunos años.

Pasada la crisis de las punto com y con un mercado financiero bastante depurado, los SPACs resurgieron en el año 2003 de la mano de Nussbaum, quien junto a otro equipo de banca de inversión comenzó a llevar adelante nuevas emisiones de SPACs, las que formaron parte de la segunda generación del instrumento. El gran avance de esta segunda generación fue el paso hacia la institucionalidad, principalmente a través de la incorporación de grandes bancos de inversión como jugadores importantes en la estructuración y colocación de estos instrumentos entre sus inversores. Otro signo claro de esta mayor institucionalidad fue la aceptación para el listado de SPACs por parte de los mercados más importantes del país, como AMEX, Nasdaq y NYSE. Nuevamente el crecimiento del instrumento se vería interrumpido por una crisis financiera de gran magnitud, como lo fue la crisis de las hipotecas subprime, que impactó de lleno a toda la economía estadounidense entre los años 2008 y 2010 y golpeó significativamente a los mercados financieros.

El paso a la tercera generación de SPACs posterior a esta crisis financiera, vino acompañado de múltiples reformas y mejoras en las estructuras del instrumento, apuntadas a optimizar su uso y aumentar su eficiencia. Los mercados incorporaron el mecanismo de Oferta Pública de Acciones como alternativa al mecanismo de redención que muchas veces hacía fracasar los acuerdos, debido principalmente a la acumulación de acciones en manos de fondos de cobertura especulativos. Además, se aumentaron los umbrales de redención máxima impuestos para la aprobación de transacciones de-SPAC, en otra clara señal de querer reducir la tasa de liquidación del instrumento. Otro cambio estructural que favoreció la consecución de acuerdos exitosos fue la separación de los derechos de voto de los accionistas con el derecho de rescate. A partir de esta medida los accionistas podían votar a favor de una transacción y luego rescatar sus tenencias, o viceversa.

Unos años después, entre 2015 y 2017, comenzaría la cuarta y última generación de SPACs, vigente hasta el día de hoy. Esta etapa se caracteriza por la adopción masiva del instrumento tanto entre las empresas que deciden hacer oferta pública, como entre los inversores institucionales y minoristas que deciden adquirir este tipo de acciones. Varios disparadores contribuyeron a la aceleración del crecimiento, pero los autores remarcan principalmente la incorporación de dos gigantes de la banca de inversión como Morgan Stanley y Goldman Sachs, los cambios en las reglas de listado de NYSE para alinearse con los otros mercados y, principalmente, la fenomenal expansión monetaria de los últimos dos años, producto en parte de la pandemia mundial Covid-19, que fue un combustible importante para el crecimiento de los mercados de capitales. Con el mercado financiero en auge, el SPAC resultó ser el instrumento más versátil para captar la atención de varios participantes de la industria con sus distintas necesidades; en primer lugar, de empresarios deseosos de levantar efectivo para lanzar nuevos proyectos, ya que su figura permite hacerlo de forma rápida y con pocos requerimientos. En segundo lugar, de los inversores que, con bastante dinero en mano, comenzaron a buscar nuevas alternativas de inversión a donde destinar sus ahorros. Por último, de las empresas objetivo, es decir las empresas privadas en búsqueda del status público, que al ver tanta oferta de SPACs encontraron una forma más eficiente de cumplir su objetivo, evitando todo el proceso del IPO tradicional.

La combinación de estos factores exhibió como resultado el armado de un escenario prácticamente ideal para el mercado SPAC, que creció exponencialmente en los últimos dos años. Claro está por todo lo mencionado anteriormente, que la situación actual del mercado SPAC no se explica por factores coyunturales aislados, sino más bien por el encadenamiento de muchos sucesos,

de errores y posteriores aprendizajes y por la participación de muchos actores del mercado, con distintos incentivos, que buscaron crear un producto financiero útil para todos ellos.

Los grandes cuestionamientos vigentes acerca de la figura se centran en primer lugar en su rendimiento y performance, muy disímil según desde que participante se haga el análisis y según también el momento en el que se ingresa a la inversión. En segundo lugar, otro parámetro que continúa en tela de juicio es la estructura de incentivos, que claramente beneficia a los patrocinadores, quienes reciben su “premio” por cerrar transacciones y con tal de lograrlo pueden hacer ingresar al mercado empresas malas que lo terminan contaminando. En tercer lugar, el pedido de un mayor control regulatorio en lo que hace a la participación de inversores minoristas, quienes todavía pueden verse perjudicados por ciertas asimetrías de información existentes, sobre todo teniendo en cuenta que se trata de empresas sin actividad y con una sofisticada estructura financiera. Por último, la advertencia de muchos analistas acerca de una potencial burbuja en el mercado SPAC, dado el comportamiento de los últimos años y el frenesí de la industria por aprovechar la situación y seguir generando nuevas emisiones.

¿Son los SPACs sustentables en el tiempo? ¿Puede este instrumento seguir evolucionando favorablemente? Estas preguntas se repiten mucho dentro de la comunidad financiera en estos días. En conclusión, podría decirse que, en tanto y en cuanto se puedan aprovechar todas las ventajas que este vehículo ha aportado a la industria financiera, las cuales son muchas, y se pueda seguir trabajando en la eliminación de las principales distorsiones, estamos ante un instrumento sumamente útil para la apertura pública del capital y para ser utilizado como alternativa de inversión.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Agarwal, R. (2021). An Insight into SPACs and their Valuation Conundrum. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3882261> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3882261>
- Akdoğu, E., Simsir, S. A., & Meric Yilmaz, M. (2022). SPACs and the Regulation Gap: The Effect of First SEC Intervention. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4035871> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4035871>
- Arel, J., Donahue, S., Letalien, J. & Mordecai, M. (2022). SPAC 2021 Year-End Review and 2022 Preview: Tailwinds, Headwinds, and Regulatory Landscape. Disponible en: <https://www.jdsupra.com/legalnews/spac-2021-year-end-review-and-2022-6792705/>
- Bai, J., Ma, A., & Zheng, M. (2021). Segmented going-public markets and the demand for SPACs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3746490> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746490>
- Baker McKenzie (2021). Global SPACs Guide. Disponible en: https://f.datasrvr.com/fr/621/64605/Global_SPACs_Guide_June_2021.pdf?cbcachex=375021
- Banerjee, S., & Szydlowski, M. (2021). Harnessing the overconfidence of the crowd: A theory of SPACs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3930346> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3930346>
- Barton, R. & Ward, M. (2021). SPACs and speculation: the changing legal liability of forward-looking statements. Disponible en: <https://www.reuters.com/legal/legalindustry/spacs-speculation-changing-legal-liability-forward-looking-statements-2021-07-07/>
- Batsev, D. & Katz, J. (2021). How SPAC Skepticism Has Given PIPE Investors an Edge. Disponible en: https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/121425/howspacskepticismhasgivenpipeinvestorsan_lazardinsights_202105_en.pdf
- Bazerman, M. & Patel, P. (2021). SPACs: What You Need to Know. Disponible en: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>
- Bernanke, B. (2007). Frase extraída de: <https://www.theatlantic.com/business/archive/2013/01/the-6-most-illuminating-quotes-from-the-feds-pre-crisis-meetings/267332/>
- Bodewes, K. (2021). Flipping the Coin: Are Spacs Post-Merger Value-Creating or Value-Destroying? An Empirical Study on the Value Effects of Special Purpose Acquisition Companies in the United States. An Empirical Study on the Value Effects of Special Purpose Acquisition Companies in the United States. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3872422> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3872422>
- Castelli, T. (2009). Not Guilty By Association: Why the Taint of their Blank Check Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies. BCL Rev., 50, 237. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/bclr50&div=9&id=&page=>
- Chamberlain, L. H. (2021). Dispelling the Hype: An Examination of SPAC Common Equity Performance. Disponible en: <https://digitalcommons.calpoly.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=econsp>

- Chatterjee, S., Chidambaran, N. K., & Goswami, G. (2016). Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs. *Journal of International Money and Finance*, 69, 151-178. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2409726> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2409726>
- Chong, E., Zhong, E., Li, F., Li, Q., Agrawal, S., & Zhang, T. (2021). Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3862186> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3862186>
- Coates, I. V., & John, C. (2022). SPAC Law and Myths. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4022809> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>
- Cohen, G., & Qadan, M. (2021). The Information Conveyed in a SPAC's Offering. *Entropy*, 23(9), 1215. Disponible en: <https://www.mdpi.com/1099-4300/23/9/1215>
- Cumming, D., Haß, L. H., & Schweizer, D. (2014). The fast track IPO—Success factors for taking firms public with SPACs. *Journal of Banking & Finance*, 47, 198-213. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2144892> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2144892>
- D'Alvia, D. (2020). The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices. *Journal of Banking Regulation*, 21(2), 107-124. Disponible en: <https://www-proquest-com.ezproxy.utdt.edu/docview/2403389241/fulltextPDF/B52599E0CDA246BCPQ/1?accountid=133671>
- Dambra, M., Even-Tov, O., & George, K. (2021). Should SPAC Forecasts be Sacked? Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3933037> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3933037>
- Damodaran, A. (2021). Disrupting the Disruptors? The 'Going Public Process' in Transition. The 'Going Public Process' in Transition (July 14, 2021). Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3892419> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3892419>
- Datar, V., Emm, E., & Ince, U. (2012). Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs. *Banking & Finance Review*, 4(1). Disponible en: <http://ccsu.financect.net/FTC205/BFR0920Papers/224-851-1-PB.pdf>
- Davidoff, S. M. (2008). Black market capital. *Colum. Bus. L. Rev.*, 172. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/colb2008&div=6&id=&page=>
- Dimic, N., Lawrence, E. R., & Vulanovic, M. (2020). The Determinants of IPO Withdrawals: Evidence From SPACs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3538671> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3538671>
- Dimitrova, L. (2017). Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man's private equity funds”. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 99-120. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2139392> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139392>
- Ernst and Young (2018). Guide to going public. Strategic considerations before, during and post-IPO. Disponible en: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf
- Financial Industry Regulatory Authority (2019). Guidance on Special Purpose Acquisition Companies. Disponible en: <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54>

- Financial Industry Regulatory Authority (2021). Investing in a SPAC. Disponible en: [Investing in a SPAC | FINRA.org](https://www.finra.org/investing-in-a-spac)
- Flat World Business (s/f). DotCom – Bubble. Disponible en: <https://flatworldbusiness.wordpress.com/flat-education/previously/web-1-0-vs-web-2-0-vs-web-3-0-a-bird-eye-on-the-definition/dotcom-bubble/>
- FRED Economic Data FED St. Louis (2022). Monetary Base; Total (BOGMBASE). Disponible en: <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGMBASE>
- Gahng, M., Ritter, J. R., & Zhang, D. (2021). SPACs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3775847> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3775847>
- Geiss, J. (2022). The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity. *The Journal of Corporation Law*, 47, 1. Disponible en: https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2022-02/Geiss_Final.Web_.pdf
- Ghonyan, L. (2017). Advantages and disadvantages of going public and becoming a listed company. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2995271> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2995271>
- Greenspan, R. (2021). Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC. *Shares for Free: A Brief History of the SPAC*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3832710> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832710>
- Gryglewicz, S., Hartman-Glaser, B., & Mayer, S. (2021). PE for the Public: The Rise of SPACs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3947368> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3947368>
- Gustav, J. (2021). SPACs and Reverse Mergers: What's Different This Time? Disponible en: <https://www.sia-partners.com/en/news-and-publications/from-our-experts/spacs-and-reverse-mergers-whats-different-time>
- Hale, L. M. (2007). SPAC: A Financing Tool with Something for everyone. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 18(2), 67-74. Disponible en: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/jcaf.20278>
- Heyman, D. K. (2007). From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2, 531. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/ebljw2&div=10&id=&page=>
- Hiltzik, M. (2021). Column: Wall Street's love affair with 'blank check' investments won't end happily. Disponible en: <https://www.latimes.com/business/story/2021-03-02/blank-check-funds-spacs>
- Huang, R., & Zhang, D. (2022). Initial Public Offerings: Motives, Mechanisms, and Pricing. *Motives, Mechanisms, and Pricing*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4024398> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4024398>
- Hunsaker, M. (2017). IPO Advantages and Disadvantages. Disponible en: <https://www.ipohub.org/ipo-advantages-disadvantages/>
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2011). Why SPAC investors should listen to the market. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 21(2). Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2691586>
- Jog, V. M., & Sun, C. (2007). Blank check IPOs: a home run for management. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1018242> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1018242>

- Kajerdt, J., & Rydberg, A. (2021). Betting on the jockey rather than the horse: a study on the determinants of mergers of SPAC IPOs. Disponible en: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1525528/FULLTEXT01.pdf>
- Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2020). A sober look at SPACs. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper, (559), 20-48. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3720919> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3720919>
- Kolb, J., & Tykova, T. (2016). Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes. Journal of Corporate Finance, 40, 80-96. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3088534>
- KPMG (2016). A guide to going public. Disponible en: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/06/KPMG-A-Guide-to-Going-Public-Interactive.pdf>
- Kurutz, S. (2021). OK, What's a SPAC?. The New York Times. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2021/02/27/style/SPACS-celebrity-craze.html>
- Lake, R. (2021). What Is the IPO Process? Disponible en: <https://www.sofi.com/learn/content/what-is-the-ipo-process/>
- Lakicevic, M., Shachmurove, Y., & Vulcanovic, M. (2013). On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). Disponible en: <https://economics.sas.upenn.edu/sites/default/files/filevault/13-013.pdf>
- Lakicevic, M. & Vulcanovic, M. (2013). A story on SPACs. *Managerial Finance*, 39(4), 384–403. Disponible en: <https://doi.org/10.1108/03074351311306201>
- Lamont, D. (2021). The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets. Disponible en: <https://www.schroders.com/en/uk/tp/markets2/markets/the-pros-cons-and-incentives-behind-the-spac-craze-sweeping-markets/>
- Layne, R. & Lenahan B. (2018). Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/#:~:text=Layne%2C%20Ms.,be%20identified%20after%20the%20IPO.>
- Levmore, S. & Fagan, F. (2022). SPACs and PIPEs as Efficient Tools for Corporate Growth. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4036767> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4036767>
- Lewellen, S. (2009). SPACs as an asset class. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1284999> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1284999>
- Lin, C., Lu, F., Michaely, R., & Qin, S. (2021). Spac IPOs and sponsor network centrality. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3856181> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3856181>
- Llarena, J. (2021). SPACs: La guía definitiva para entender las SPAC y 4 ejemplos de SPACs famosas. Disponible en: <https://www.rankia.mx/blog/aldea-del-valor/post-privado/5065263-spacs-guia-definitiva-para-entender-spac-4-ejemplos-famosas>

- Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2017). Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. Forthcoming Foundations and Trends in Finance. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2912354> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2912354>
- Mayer Brown LLP (2021). SPACs: A Market Update and Securities and Regulatory Overview. Disponible en: <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/events/2021/04/spac-presentation-accmayer-brown-april-28-2021.pdf>
- McGurk, J. (2019). All about Direct Listings. Disponible en: <https://future.a16z.com/direct-listings/>
- Moffatt, C. (2021). SPAC Success Factors: Determinants of Post-Acquisition Share Price Growth. Disponible en: https://scholarship.claremont.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3820&context=cmc_theses
- Moon, L. E. (2021). An Overview of SPACs and the 2020-2021 SPAC Surge. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3979359> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3979359>
- Moshammer, R. (2021). What Defines High-Quality SPACs and are They Future Proof? Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3931296> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3931296>
- Movsovich, M., Harris, R. & Yeager, M. (2021). Family Offices and SPACs Part I: SPAC Overview and the Current Market. Kirkland & Ellis. Disponible en: <https://www.kirkland.com/publications/private-investment-and-family-office-insights/2021/01/spac-overview-and-the-current-market>
- Murray, J. S. (2014). The regulation and pricing of special purpose acquisition corporation IPOS. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1746530> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1746530>
- Murray, J. S. (2017). Innovation, imitation and regulation in finance: the evolution of special purpose acquisition corporations. Review of Integrative Business and Economics Research, 6(2), 1-27. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2952119>
- Nasdaq (2022). Initial Listing Guide. Disponible en: <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>
- Naumovska, I. (2021). The SPAC Bubble Is About to Burst. Disponible en: <https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst>
- Newman, N., & Trautman, L. J. (2021). Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3905372> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3905372>
- New York Stock Exchange (2022). 102.06 Minimum Numerical Standards - Acquisition Companies. Disponible en: https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WK-US-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-10
- Passador, M. L. (2021). In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO market. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3820957> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3820957>
- Reddy, B. V. (2021). The SPACtacular Rise of the Special Purpose Acquisition Company: A Retail Investor's Worst Nightmare. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3968983> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3968983>

- Riemer, D. S. (2007). Special purpose acquisition companies: SPAC and SPAN, or blank check redux. Wash. UL Rev., 85, 931. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/walq85&div=30&id=&page=>
- Robins, J. (2021). Frase extraída de: <https://www.disruptionbanking.com/2021/02/08/spacs-wall-streets-next-dot-com-bubble/>
- Rodrigues, U. (2012). SPACs and the JOBS Act. Disponible en: <https://www.hblr.org/2012/10/spacs-and-the-jobs-act/>
- Rodrigues, U. & Stegemoller, M. (2013). Exit, voice, and reputation: The evolution of SPACs. The Delaware Journal of Corporate Law, 37(3), 849-. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/decor37&div=40&id=&page=>
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2021). SPACs: Insider IPOs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3906196> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3906196>
- Rose, A. M. (2021). SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3945975> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3945975>
- Rosov, S. (2018). Capital Formation: The evolving role of public and private markets. CFA Institute. Disponible en: <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/capital-formation.pdf>
- Seber, K. (2017). Critical Factors Determining the Success of Special Purpose Acquisition Companies (SPACS): Comparative Analysis of an Innovative Asset Class for M&A Market. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3841771> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3841771>
- Securities and Exchange Commission (2012). SEC Microcap Fraud-Fighting Initiative Expels 379 Dormant Shell Companies to Protect Investors From Potential Scams. Disponible en: <https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-91.htm>
- Securities and Exchange Commission (2013). Investor Bulletin: Investing in an IPO. Disponible en: <https://www.sec.gov/files/ipo-investorbulletin.pdf>
- Securities and Exchange Commission (2021). Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert. Disponible en: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/celebrity-involvement-spacs-investor-alert#:~:text=Never%20invest%20in%20a%20SPAC,magazines%2C%20television%2C%20or%20radio>
- Shachmurove, Y., & Vulanovic, M. (2017). SPAC IPOs. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2898102>
- Sjostrom Jr, W. K. (2007). The truth about reverse mergers. Entrepreneurial Bus. LJ, 2, 743. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/eblwj2&div=19&id=&page=>
- SPAC Insider - www.spacinsider.com
- Sutherland Asbill & Brennan LLP (2016). A Primer on Special Purpose Acquisition Companies. Disponible en: <https://www.publiclytradedprivateequity.com/portalsresource/SPACsOverview.pdf>

- Tran, A. L. (2010). Blank check acquisitions. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2070274> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2070274>
- U.S. Federal Regulations (1992). Rule 419 Securities Act. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2016-title17-vol3/pdf/CFR-2016-title17-vol3-sec230-419.pdf>
- U.S. Public Law 101-429 101st Congress (1990). “Securities Enforcement Remedies and Penny Stocks Reform Act of 1990”. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>
- Vanguard Europe (2018). The global financial crisis: Behind us but far from over. Disponible en: <https://www.vanguardeuropa.com/portal/site/institutional/uk/en/articles/research-and-commentary/markets-economy/global-financial-crisis-behind-us-ch>
- White & Case (2021). US De-SPAC & SPAC Data & statistics roundup. Disponible en: <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-01/us-spac-de-spac-data-statistics-round-up.pdf>
- Winston & Strawn LLP (2020). SPAC 101. Disponible en: <https://www.winston.com/images/content/1/3/v2/135061/Winston-Strawn-SPAC-Basics-Presentation-2018.pdf>
- Wood, L. (2016). Securities Law: A Guide to the 1933 and 1934 Acts and their Amendments, including Sarbanes-Oxley and Dodd-Frank - Research and Markets. Disponible en: <https://www.businesswire.com/news/home/20160909005850/en/Securities-Law-A-Guide-to-the-1933-and-1934-Acts-and-their-Amendments-including-Sarbanes-Oxley-and-Dodd-Frank---Research-and-Markets>
- Zaccaria, M. & Bruno, S. (2021). How Mergers and Integrations with SPACs Create Value for Stakeholders. Disponible en: <https://gpmip.com/how-mergers-and-integrations-with-spacs-create-value-for-stakeholders/>