

Trabajo Final de Graduación Maestría en Finanzas

Año Académico 2020

Alumno: Ignacio H. Barbeira

Tutor: Juan Torviso

La fusión inversa (Reverse Merger) como opción para acceder al régimen de oferta pública. Beneficios y riesgos.

Agradecimientos:

Quiero agradecer al Profesor Torviso por la colaboración y las sugerencias brindadas durante la realización del presente trabajo.

Y a Sofía y Alfonso por la paciencia.

Abstract

Se analiza en el presente trabajo la figura de la fusión inversa o “*reverse merger*” como opción de acceso al régimen de oferta pública. A partir de un caso de ejemplo se analizan los desarrollos teóricos sobre la figura, sus ventajas y desventajas para, posteriormente, examinar una serie de estudios empíricos cuyo objeto son los resultados que ha mostrado la figura. Se concluye en que resulta un procedimiento especialmente interesante para firmas de menor tamaño y para aquellas que desean acceder al mercado de Estados Unidos y, en particular, si lo hacen a través de compañías de propósito específico de adquisición o compañías de “cheque en blanco”.

Índice

1. Introducción	5
1.2 Marco conceptual	6
1.2.1 Ventajas y desventajas de ser una compañía pública	6
1.2.2 ¿Cómo se accede al régimen de oferta pública?	8
<i>IPO</i>	9
<i>Self Filing</i>	10
<i>Intrastate Exemption</i>	11
<i>Regulation D</i>	11
<i>Regulation A</i>	11
1.3 El disparador: el caso Bioceres	12
2. La fusión inversa	20
2.1 ¿En qué consiste?	20
2.2 Marco normativo	27
2.3 Ventajas, desventajas y riesgos de la fusión inversa	27
3. Análisis empírico de las fusiones inversas – estadísticas relevantes	32
4. Consideraciones finales	51
4.1 Sumario	51
4.2 Conclusiones	53
5. Glosario	55
6. Bibliografía	56

1. Introducción

El tema del presente trabajo surge a partir de la noticia sobre el ingreso al régimen de oferta pública de la firma Bioceres (BIOX).

Esta compañía optó por hacerlo a través de una fusión con una “*Blank Check Company*”¹, que es una de las opciones en que puede llevarse adelante un “*Reverse Merger*” o fusión inversa, luego de haber intentado sin éxito hacerlo a través de la más tradicional Oferta Pública Inicial (IPO).

Se considera de interés, entonces, analizar la figura de la fusión inversa (*Reverse Merger*, *Reverse Takeover* o el más amplio *Backdoor Listing*) con el objeto de establecer si resulta una opción conveniente para salir al mercado y en qué casos, o si, por el contrario, es mejor intentarlo a través de alguno de los demás procedimientos disponibles.

Esta figura permite que una firma privada acceda al mercado a partir de la fusión con una firma pública, con la particularidad de que la primera es la adquirente, la que tiene operación y la que va a conservar el control de la nueva firma, mientras que la segunda no es más que una cáscara que, si bien cotiza sus acciones en un mercado autorizado, no posee operación y su único objeto es servir de vehículo a la firma privada.

De esta manera, analizar si este procedimiento resulta una forma válida de acceso al régimen de oferta pública implica intentar dilucidar si las ventajas que a priori presenta en cuanto a duración de la operación y reducción de costos compensan los inconvenientes que muestra en cuanto a falta de liquidez, dificultad para acceder masivamente al público inversor y riesgo reputacional², entre otros.

Este análisis se efectúa a través del método del *review* de la bibliografía relevante, tanto en el aspecto teórico como en los estudios empíricos. Previamente, se brinda un marco conceptual que incluye las características, ventajas y desventajas de acceder al régimen de oferta pública y una breve descripción de las formas en que puede hacerse. En el mismo también se describirá el caso que sirvió de disparador.

A continuación, se realizará la revisión de la bibliografía en cuanto al desarrollo del concepto y descripción de la figura, los distintos enfoques normativos con que se ha regulado y el análisis de ventajas, desventajas y riesgos que la misma presenta. Luego se examinarán los diferentes estudios empíricos que analizan las características de las firmas que utilizan este método y el desempeño de estas en forma previa, concomitante y posterior a la operación, comparándolas con firmas que optan por otros procedimientos para acceder al mercado.

Finalmente se presentan las conclusiones, de las que puede adelantarse que la fusión inversa aparece como un procedimiento que resulta más atractivo para firmas que quieren acceder al régimen de oferta pública pero no tienen grandes necesidades de capital y para firmas que desean acceder al mercado estadounidense.

¹ El vehículo será analizado con mayor profundidad en el capítulo 2.

² Debido a una serie de fraudes cometidos por empresas -en su mayoría chinas- que salieron a la bolsa de esta manera la SEC terminó endureciendo la reglamentación y además se generó un problema para la reputación de las demás firmas que utilizan esta alternativa.

1.2 Marco conceptual

Previo a iniciar el desarrollo del trabajo, el análisis del instituto de la fusión inversa y de los resultados que han alcanzado los diversos estudios empíricos realizado sobre el mismo, se considera conveniente brindar un marco conceptual que permita identificar las definiciones y variables utilizadas. A tal fin corresponde en primer lugar explicar brevemente en qué consiste el régimen de oferta pública, cuáles son los beneficios y costos de acceder al mismo y las diferentes formas que las firmas decididas a hacerlo pueden utilizar.

Debe tenerse presente en primer lugar que, para poder desarrollar sus actividades, las empresas requieren recursos, que pueden ser propios o de terceros. Y que la conformación y la proporción de las variables de esta relación –es decir entre capital propio y deuda- determinan lo que se denomina “estructura de capital” de las firmas. Por supuesto que esta opción no es inocua: las acciones son títulos representativos del capital social de la empresa, y otorgan a sus propietarios derechos económicos y políticos, es decir que no sólo participan de los beneficios económicos sino también del gobierno de esta, mientras que financiarse con deuda implica obligarse frente a un acreedor -bancos, mercado, organismos internacionales, etc.- a un flujo de pagos futuro a cambio de obtener el monto pactado en el presente y que estos acreedores puedan imponer ciertas condiciones, si bien no participan de la dirección de la firma.

En resumen, si la decisión es la adecuada, tomar deuda apalanca los retornos para los accionistas y si no lo es y eso lleva a que la firma no se sostenga y sea liquidada, el residual que le queda al accionista es menor cuanto mayor es la deuda.

Damodaran³, por su parte, sostiene en un trabajo que versa sobre innovación en financiamiento que hay un *trade off* muy sencillo de entender entre estas opciones: la deuda genera un escudo fiscal, pero acarrea mayor riesgo falencial, por lo que la estructura óptima es aquella en que se maximiza la diferencia entre el escudo fiscal y el costo potencial de la quiebra.

1.2.1 Ventajas y desventajas de ser una compañía pública

David N. Feldman en su libro de 2018 expone cinco beneficios principales y cuatro dificultades que se derivan de ser una firma “pública”⁴.

Las ventajas

- Acceso a financiamiento. Las compañías públicas tienen cuatro características principales que le facilitan el acceso a capital: los requisitos de información por parte del regulador, que aumentan la confianza de los inversores; la liquidez derivada de negociar sus acciones en mercados autorizados, lo que facilita la posibilidad de “salir” (y “entrar”) de las inversiones; la posibilidad de evitar las fuertes restricciones que imponen los fondos de *Private Equity* o *Venture Capital*, muy superiores en caso de firmas privadas; y el aumento de la valuación, derivado de la prima por liquidez.

³ DAMODARAN, A. (1999). “Financing innovations and capital structure choices”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(1), 28-39

⁴ También Brenner y Schoff (2004) comparten los argumentos de liquidez, acceso a capital y posibilidad de compensación y las desventajas de los requisitos y costos de información, la dilución y la afectación por volatilidad de mercados

- Liquidez: esta particularidad favorece a todos los inversores involucrados: a los nuevos les da la oportunidad de salir de la inversión en el momento que lo deseen y a aquellos que habían invertido desde que la compañía era privada – fundadores, fondos, etc.- la de monetizar toda o parte de su inversión original.

- Crecimiento a través de adquisiciones: esta ventaja se sustenta en dos principios: el ya mencionado del acceso al financiamiento, debido a que es más fácil para una firma pública obtenerlo si lo necesita para realizar una adquisición, mientras que el segundo es la posibilidad de utilizar las acciones como moneda de cambio en este tipo de operaciones.

- Opciones como forma de compensación: funciona como una herramienta extra para atraer personal calificado la posibilidad de abonarle parte de sus salarios con opciones. Utilizar esta herramienta sirve, además, para alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, ya que todos se van a ver beneficiados por el aumento del precio de la acción. Debe aclararse que, si bien es cierto que también las compañías privadas pueden ofrecer opciones como forma de pago, estas carecen de liquidez por lo que se diluye el efecto.

- Confianza en el *management*: los requisitos de información dotan a la firma de mayor transparencia. La presentación de estados contables en forma trimestral, con información de riesgos, contratos, compensaciones y demás requisitos permite a los inversores hacer un seguimiento mucho más activo de las firmas y estar en conocimiento de las decisiones que van tomando los directores.

Las desventajas

- El incentivo a preferir los resultados de corto plazo para “agradar” a inversores.

- El lado negativo de cumplir con los requisitos de información, dado tanto por la desconfianza que genera cuando se publica una novedad negativa como por la posibilidad que da a los competidores de acceder a información sensible de la firma.

- Incentivos a actuar de forma incorrecta -desde falsear la contabilidad a cometer delitos- derivada de la presión que ejerce el mercado para alcanzar resultados positivos todos los trimestres.

- El costo derivado de los requisitos de información, manifestado en honorarios de abogados, inversión en auditoría y control interno, personal dedicado exclusivamente a cumplir los requisitos de publicidad, el tiempo que deben dedicar los directivos de la firma al tema en vez de dedicarse a los negocios propiamente dichos, etc.

Participar del régimen de oferta pública no es un camino que todas las firmas deben tomar. Tal como se ha visto, hacerlo presenta ventajas y desventajas. Sumado a esto, cada firma -y cada accionista- tiene características propias y deberá evaluar la posibilidad de aprovechar los beneficios y neutralizar los riesgos, previo a tomar la decisión. Y si luego de haber analizado el caso, los accionistas deciden llevar la compañía desde el ámbito privado al público, será el momento de considerar cuál es la mejor forma para hacerlo.

Por su parte, Pagano, Panetta y Zingales (1998) destacan ocho ventajas y sólo tres desventajas:

Las ventajas

- acceso a más fuentes de financiamiento: se accede de esta manera a una fuente alternativa a las entidades financieras y además está la posibilidad de emitir acciones, modificando la estructura de capital de la firma.
- la reducción del costo de financiamiento: la mayor amplitud de opciones permite asimismo reducir el costo de fondeo.
- diversificación del portfolio por parte de los accionistas *pre money*: esto se logra de manera directa, a través de la desinversión en la firma o indirecta, cuando se utilizan las acciones de la firma para invertir en otras.
- mayor disciplina del *management*: la publicidad derivada de participar del mercado, así como la posibilidad de que se produzcan adquisiciones hostiles o que inversores activistas quieran cambiar el *management* ayuda a reducir los costos de agencia. Asimismo, la posibilidad de usar opciones como forma de compensación genera un incentivo y alinea los intereses del *management* con los de la firma.
- mayor liquidez: esta característica genera un mayor valor en la acción por efecto de la facilidad para entrar y salir de la inversión. Agregan además que permite evitar exigencias respecto al control que de otra manera exigirían inversores en firmas privadas.
- reconocimiento de los inversores: cotizar en un mercado funciona como publicidad para la compañía y aumenta el valor de esta -citan como ejemplo un trabajo de Merton y otro de Kadlec y Mc Connell-.
- un mejor precio de venta: sostienen que poder vender porciones minoritarias a una gran cantidad de inversores maximiza el precio que pueden obtener los accionistas *pre money* al momento de desinvertir.
- aprovechamiento de la situación de mercado: permitiría obtener ganancias mayores al aprovechar mercados "*bull*", obteniendo valuaciones mayores a las fundamentales.

Las desventajas:

- selección adversa y riesgo moral: es un problema que se torna más grave para firmas más nuevas y pequeñas, que al tener menor historia y visibilidad sufren disminuciones de precios en la acción luego de la salida al mercado.
- los costos de participar del mercado: tanto los procedimientos, trámites y consultorías necesarias para salir al mercado como los necesarios para cumplir con los requisitos de información y mantenerse en él son importantes y tienen mayores efectos en firmas más pequeñas.
- la pérdida de confidencialidad: asimismo, cumplir con los requisitos de información muchas veces pone a la empresa en una situación de debilidad frente a competidores y autoridades fiscales, disminuyendo ventajas la posibilidad de mantener ventajas competitivas.

1.2.2 ¿Cómo se accede al régimen de oferta pública?

Una firma es pública, es decir que pueden negociarse sus acciones en un mercado autorizado, cuando se han cumplido las condiciones y procedimientos establecidos por el regulador.⁵ Es un régimen

⁵ En el caso del presente trabajo, la Securities and Exchange Commission de E.E.U.U.

informativo y de gobierno corporativo en el cual el regulador exige a los emisores que presenten información contable auditada en forma trimestral, la cual se publica con el fin de que los inversores estén protegidos de los problemas derivados de las asimetrías de información, en particular las que se producen entre accionistas mayoritarios y minoritarios.⁶

Estos mercados son en realidad plataformas que se utilizan para la negociación de activos y que establecen requisitos que deben ser cumplidos para poder utilizar la plataforma y procedimientos que versan sobre la operatoria de compraventa, la priorización, ejecución y liquidación de las órdenes, así como la forma en que se tratan casos de movimientos extremos. Cumplen además una función esencial que es la de actuar como contraparte central, es decir que intermedian en la operación de compraventa, asumiendo el riesgo crediticio de esta -el cual a su vez reduce a través de la fijación de capitales mínimos y aforos para poder participar del mercado.

Hay diversas formas de acceder a este régimen, que van desde la más conocida y tradicional, que es hacerlo a través de una Oferta Pública Inicial (IPO) hasta hacerlo a través de una fusión inversa, que es el objeto de análisis del presente trabajo. En el medio, encontramos una serie de alternativas que serán brevemente analizadas a continuación, antes de analizar en forma más exhaustiva en el próximo capítulo la figura de la fusión inversa.

Una excepción al régimen de registración establecido por la SEC es la Regla 144, la cual establece ciertas condiciones a cumplir para poder vender en forma pública acciones que no se encuentran registradas. Los requisitos determinados son: a) mantenerlas en cartera por un mínimo de seis meses a un año -dependiendo si es o no una compañía obligada a informar al regulador-, b) debe haber información pública acerca de la firma -naturaleza del negocio, datos del *management* y estados contables-, c) límite a la cantidad negociada -no puede exceder del 1% de las acciones de la clase a la que pertenezca por períodos de tres meses-, d) deben transarse a través de condiciones ordinarias de negociación y e) debe darse aviso a la SEC -cuando se venden más de 5000 acciones o la cantidad que sea si supera los u\$ 50.000, también en períodos de tres meses-. Una vez cumplidos estos requisitos, la acción deja de estar restringida y puede ser negociada públicamente.

IPO

La Oferta Pública Inicial es el método más conocido y tradicional. En general, es un proceso que dura entre seis y dieciocho meses, tomando como momento inicial aquel en que la firma contrata un *underwriter*⁷ y asesores legales.

El procedimiento se inicia con la presentación de un *Statement Registration* (Formulario S1) ante la SEC, la que en un plazo de 30 días hace una devolución que puede implicar la necesidad de hacer modificaciones a la presentación. Luego realiza el *roadshow*, el prospecto, presenta este junto con la documentación adicional al regulador y elige en cuál mercado se va a “listar”, debiendo también cumplir con los requisitos dispuestos por el propio mercado.

⁶ Los mercados mencionados en el presente trabajo son la NYSE, tradicionalmente orientado a firmas tradicionales y de menor volatilidad; NASDAQ, orientado a firmas tecnológicas; NYSE AMEX, para empresas pequeñas y ETFs; y OTC, para firmas pequeñas, que no cumplen los estándares de los mercados más grandes o para firmas extranjeras que negocian ahí sus ADRs.

⁷ El banco de inversión encargado de hacer la colocación

Es importante que la empresa sea muy cuidadosa a la hora de elegir el banco de inversión que la va a representar. Usualmente, tratan de contratar al que tenga la mejor reputación posible -el “mejor que puedan pagar” según Gleason et al (2006)- con la expectativa de obtener mejor precio, más inversores y liquidez y mayor cobertura de *research*. En palabras del mismo autor: es un proceso “largo, sensible a cambios del mercado y caro”.

Vale la pena considerar en este punto un problema central de este procedimiento: el costo de llevarlo a cabo. Si bien es mencionado por casi la totalidad de los autores como uno de los incentivos a buscar métodos alternativos para salir al mercado -destacando principalmente los altos honorarios cobrados por los *underwriters*-, resulta interesante considerar los resultados obtenidos por Jay Ritter⁸ al analizar otros costos en que incurren las firmas que realizan una oferta pública inicial. En el trabajo citado muestra la transferencia de recursos que se produce entre los accionistas *pre money* y los inversores que ingresan a la firma en virtud de la diferencia entre el precio de cierre del primer día y el precio a que fueron ofrecidas las acciones, mostrando como firmas -grandes, por cierto- dejan en el camino montos que van desde cientos a miles de millones de dólares.

Self Filing

Gleason et al (ob.cit.) sostienen que un IPO autónomo⁹ es aquel en que la firma que sale a cotizar no utiliza los servicios de un banco de inversión, sino que el propio *management* actúa como colocador y se ocupa del *roadshow* -si opta por hacerlo- y las presentaciones ante el regulador. Hacen notar un claro *trade off* en este tipo de operación: una reducción en los costos versus los beneficios que da tener un banco detrás que se ocupe de la promoción, de conseguir inversores institucionales y de estabilizar la acción luego del inicio de la cotización. Debe aclararse que esta opción no implica emitir nuevas acciones, sino poner las existentes o una parte de ellas a disposición del público inversor.

En este tipo de operación la firma evita los costos asociados a la contratación de un *underwriter* y tiene como ventaja adicional que evita el período de bloqueo¹⁰, por lo que los accionistas -inversores o empleados de la firma- puedan disponer de sus tenencias en forma inmediata. Los problemas de este procedimiento son comunes a todos los métodos en que no se cuenta con *underwriter*: no contar con promoción, ni con un *market maker*, ni con analistas que cubran a la firma, por lo que puede ser difícil que los inversores se interesen por la firma. Así, parecería un método más apropiado para firmas que son suficientemente conocidas por el público inversor y que no necesitan, al menos al momento de ingresar a la oferta pública, de una inyección de capital. Así, los dos casos más conocidos de este tipo de oferta pública son los realizados por Spotify (SPOT) en el año 2018 y Slack (WORK) que lo hizo en 2019.

Las acciones, aunque la operatoria se realice por esta vía, deben registrarse ante la SEC antes de poder ser negociadas en forma pública. Y eso puede realizarse a través de la presentación de un formulario S1 o F10, que implican cumplir varios pasos para hacerse realidad: conseguir los asesores, identificar a los accionistas cuyos títulos se registrarán (no con el F10, ya que no implica una oferta inmediata),

⁸ Money Left on the Table in IPOs by Firm Jay R. Ritter University of Florida Updated February 14, 2020. Disponible en <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo-data/>

⁹ Se utilizará a lo largo del trabajo “IPO autónomo” para referirse al “*self underwritten IPO*”

¹⁰ “*Lockup period*” es un período de tiempo por el cual los accionistas *pre money* se comprometen a no vender sus acciones, a fin de evitar que el aumento de la oferta afecte el precio de las acciones.

preparar la documentación, resolver las observaciones que la SEC y FINRA puedan realizar y determinar el mercado en el que actuarán.

El proceso de ambas formas es muy similar y consiste en presentar al regulador la totalidad de la información que se requiere para ser una compañía pública -prospecto con información financiera, descripción del *management*, análisis de riesgos, etc.-. La diferencia principal entre estos dos formularios es posterior a la presentación, ya que el F10 adquiere eficacia en forma automática a los 60 días de ser presentado, salvo disposición en contrario de la SEC -una aprobación tácita-, mientras que el S1 requiere una aprobación expresa por parte del regulador.

Intrastate Exemption

Debe recordarse que, por el sistema federal de gobierno adoptado por Estados Unidos, la SEC -una agencia del gobierno federal-, sólo tiene competencia sobre cuestiones interestatales, por lo que una transacción que ocurre enteramente dentro de un solo estado estaría fuera de su alcance.

De esta manera, de acuerdo con la regulación imperante -*Rule 147A*-, ni siquiera se requiere que la firma que va a ofrecer sus acciones públicamente haya sido creada en el estado en el que va a realizar su oferta, sino cumplir lo dispuesto por el regulador estatal y asegurarse de que los compradores sean todos del estado en el que se lleva a cabo la transacción.

Regulation D

La excepción establecida por esta regulación y específicamente por las reglas 504, 505 y 506 permite que compañías privadas obtengan fondos en forma pública, sin que sea necesario cumplir con los requisitos generales del régimen de oferta pública previstos por el regulador. Normalmente las acciones no son ofrecidas al público en general, sino adquiridas por inversores sofisticados.

La regla 504 limita el ofrecimiento a u\$s 1.000.000 en un plazo máximo de 12 meses y pudiendo hacerse a cualquier tipo de inversor, la 505 alcanza a un monto de u\$s 5.000.000 en el mismo plazo y la 506 no prevé límite en cuanto al monto pero ambas tienen un límite respecto a la cantidad de inversores no sofisticados que pueden participar.

En general, la oferta realizada bajo este régimen se lleva a cabo a través de una colocación privada, por lo que la firma no está obligada a registrar las acciones. Sin embargo, existe otra alternativa que consiste en la realización de una oferta pública en donde se emiten acciones sin restricciones con la consideración de que, al no transformarse la firma en una compañía pública que reporta periódicamente, las acciones sólo podrán negociarse en los mercados OTC.

Esta opción puede concretarse a través de dos procedimientos distintos: hacerlo en estados que requieren registración formal – ante el regulador subnacional, no ante la SEC- y después negociar las acciones en esos u otros estados o hacerlo en estados que no requieran registración, limitando la oferta sólo a inversores institucionales/acreditados.

Regulation A

Esta norma fue dictada en el año 2012 -el texto actual surge de una modificación realizada en 2015- y constituye otra excepción al requisito de registración, en este caso para firmas que hagan oferta pública de hasta u\$s 50 millones por año. Se trata de una opción de ingreso al régimen de oferta pública específico para firmas pequeñas (*Emerging Growth Company*).

Se realiza a través de la presentación de una *offering circular* modelo y tiene menos requisitos para la firma relativos a la presentación de información financiera y demás hechos relevantes. Con este nuevo procedimiento deben presentarse los estados contables sólo de los dos últimos años; el cumplimiento de los estándares contables se realiza en el mismo tiempo que una compañía privada; existe la posibilidad de obtener tratamiento confidencial -lo que permite a la firma reservar información sensible hasta que haya una oferta confirmada-; pueden reservarse datos relativos a la compensación del *management*; y hay menores requisitos respecto a rotación y cambios de auditores. Esta regulación establece además dos grupos diferenciados: el *Tier 1* que es aquel que ofrece hasta 20 millones por año y el *Tier 2* que va hasta los 50 millones.

1.3 El disparador: el caso Bioceres ¹¹

La empresa surgió para generar innovación y conocimiento aplicados a los cultivos, con la idea de integrar al sector privado con organismos dedicados a generar conocimiento científico. Explicaba su CEO que: “En la práctica, actuaba como un gerenciador de proyectos, como un fondo, donde identificaba oportunidades, establecía a qué inversores convocar con la promesa de un cierto retorno y al llegar a la etapa comercial, donde se generan ingresos, esos inversores obtenían su ganancia, pero un 20% de ese flujo quedaba en manos de Bioceres”.

La firma se presenta como un: “proveedor totalmente integrado de soluciones en productividad de cultivos, incluyendo semillas, germoplasma, traits y tratamientos de semillas.”. Explican asimismo que su modelo consiste en haber “desarrollado una plataforma multi-disciplinaria y multi-producto capaz de proporcionar soluciones durante todo el ciclo de cultivo, desde la siembra hasta el transporte y almacenamiento.”.

Sus actividades van desde la “originación, pasando por el desarrollo, creación, producción y venta de productos biológicos para los principales cultivos del mundo” y el acceso a los mercados se ve facilitado por: “(i) alianzas estratégicas con líderes mundiales, tales como Syngenta, Valent

¹¹ El presente apartado está realizado en base a información publicada por la firma y a diversas publicaciones periodísticas que a continuación se enuncian:

<https://www.bioceres.com.ar/inicio/>

https://elpais.com/economia/2017/05/11/actualidad/1494497960_559738.html Consultado el 16/3/20

<https://www.forbesargentina.com/bioceres-cosecha-wall-street/> Consultado el día 16/3/20

<https://www.iprofesional.com/notas/267786-wall-street-soja-bolsa-dolar-mercado-fondos-semillas-bioceres-Efecto-dolar-Laboratorio-Bioceres-posterga-su-salida-a-la-bolsa-por-la-volatilidad-de-los-mercados> consultado el 16/3/20

https://www.clarin.com/economia/economia/bioceres-unio-firma-ee-uu-empieza-cotizar-wall-street_0_UwSJPbcYH.html Consultado el 21/2/20

<https://www.cronista.com/negocios/Tras-su-intento-fallido-Bioceres-volveria-a-tentar-al-mercado-a-fin-de-mes-20180409-0006.html> Consultado el día 21/2/20

<https://www.iprofesional.com/notas/267786-wall-street-soja-bolsa-dolar-mercado-fondos-semillas-bioceres-Efecto-dolar-Laboratorio-Bioceres-posterga-su-salida-a-la-bolsa-por-la-volatilidad-de-los-mercados> consultado el 16/3/20

<https://www.roadshow.com.ar/bioceres-suspendio-su-salida-a-wall-street/> consultado el 16/3/20

https://puntobiz.com.ar/noticias/val/121812/val_s/126/llevo-la-biotecnologia-argentina-a-cotizar-en-wall-street.html Consultado el día 21/2/20

Biosciences, Dow AgroSciences, Don Mario y TMG; (ii) nuestros accionistas, quienes colectivamente controlan un número significativo de hectáreas de tierra cultivable; y (iii) nuestras relaciones comerciales con mas de 800 distribuidores estratégicos.”.

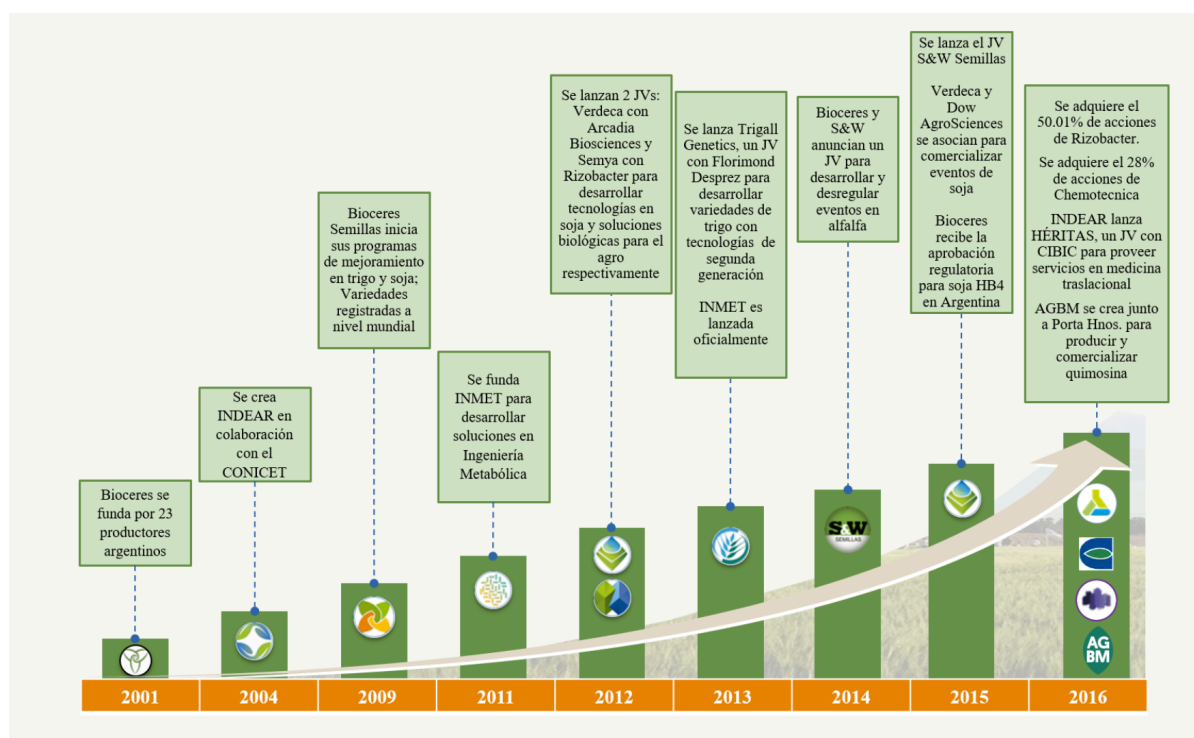
El modelo de negocios que describe la firma se basa en tres elementos fundamentales: la “prospección de tecnologías” que consiste en actuar conjuntamente con instituciones dedicadas a la investigación científica en la etapa de investigación y desarrollo; el “desarrollo de productos”, que busca involucrar a socios estratégicos y realizar joint ventures al momento de llevarlos al mercado; y la “etapa de producción y acceso al mercado” que aprovecha la base de accionistas y canales de venta -que abarcan una significativa cantidad de hectáreas cultivadas- para desplegar sus productos.

Historia

La Sociedad fue constituida con fecha 12 de diciembre de 2001 por veintitrés socios que hicieron un aporte de u\$s 600 cada uno con la idea de que “la biotecnología era un tema central en el futuro de la competitividad del sector agropecuario” y que podía constituirse “una plataforma entre los inversores privados y el mundo de la ciencia para retener a esos trabajadores (que emigraban por la crisis)”. Vale aclarar que los accionistas originales pertenecían a la Asociación Argentina de Productores en Siembra Directa (AAPRESID), quienes eran pioneros a nivel global en la utilización de este método y explotaban exitosamente grandes producciones agrícolas en las provincias de Córdoba, Santa Fe y Buenos Aires.

A partir de ese momento la firma ha mostrado una gran evolución que puede apreciarse en el gráfico expuesto a continuación:

Gráfico 1



Fuente: Bioceres, disponible en <https://www.bioceres.com.ar/inicio/>

Hay hitos en esa línea de tiempo que vale la pena destacar. En primer lugar, la creación en el año 2004 y en conjunto con el CONICET¹² de Indear, que es la firma del grupo dedicada en forma exclusiva a tareas de investigación y desarrollo. Luego, en 2011 se realiza un *Joint Venture* que denominaron Verdeca con la firma estadounidense Arcadia Biosciences (RKDA), lo que les permitió intercambiar licencias e implicó el ingreso a Bioceres de accionistas de mucho peso (YPF, San Cristóbal, Gador, Elea), además del beneficio que implicaba asociarse a una firma con experiencia en asuntos regulatorios internacionales.

Los IPO que no fueron

De acuerdo a las publicaciones citadas, la firma tuvo intenciones de convertirse en pública por primera vez en el año 2015, pero la volatilidad del mercado argentino (debe recordarse que ese año hubo elección presidencial) y la conveniencia de engrosar la facturación de la firma para que su oferta fuera más atractiva, la llevaron a postergar la Oferta Pública y optar por la adquisición durante 2016 de Rizobacter (especializada en microbiología y nutrición de cultivos) y Chemotécnica (dedicada a la protección de cultivos).

En 2017 presentaron documentación ante la SEC para iniciar nuevamente el proceso, pero finalmente se retiraron del mismo a fin de poder reformular y completar la documentación luego de las dos adquisiciones mencionadas, proyectando avanzar con el proceso de oferta pública en el segundo semestre de ese año.

Y si bien en febrero de 2018 habían decidido presentarse otra vez, al fin resolvieron suspender el proceso emitiendo un comunicado que explicaba que: "En virtud de la existente volatilidad de los mercados internacionales, de público y notorio conocimiento, la sociedad ha considerado aconsejable para el resultado de la Oferta Global prorrogar el período de la oferta".

Prorrogada ésta hasta comienzos de mayo de ese año, nuevamente debió aplazarla a causa de la volatilidad existente en los mercados a esa fecha¹³, sumado a que también fue cuando se producían turbulencias cambiarias en Argentina.

El objetivo de la firma era ofrecer acciones ordinarias a un precio de entre u\$s 10 y u\$s 12, con el objeto de obtener no menos de u\$s 100 millones para destinarlos a reducir la deuda incurrida para la adquisición de Rizobacter, el ejercicio de la opción de compra sobre la misma firma, la expansión de su negocio de semillas y de su red de comercialización.

Como resultado de las condiciones descriptas la firma prefirió abandonar el proceso y preservar el valor de sus acciones.

¹² Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas de la República Argentina

¹³ Cabe recordar que en ese momento se produjo la asunción del nuevo Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos y que estaba anunciada una suba de tasas de interés para el mes siguiente, lo que luego generó una caída en los activos de mayor riesgo (como por ejemplo acciones de firmas de países emergentes). Al respecto, pueden verse: <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Descartan-que-la-Fed-toque-la-tasa-recien-en-marzo-volveria-a-subir-20180131-0029.html> <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Como-se-esperaba-la-Fed-subio-la-tasa-de-interes-y-preve-mas-alzas-en-2018-20180321-0093.html>
https://fin.guru/noticias/201802/turbulencia-del-mercado-saluda-al-nuevo-presidente-de-la-reserva-federal_n5092
<https://www.ambito.com/economia/nada-mas-alarante-sube-la-tasa-interes-eeuu-n4020013> Consultadas el día 23/5/20

Cabe recordar que por esa misma época Central Puerto (CEPU) y Corporación América (CAAP) obtuvieron precios menores a los esperados en sus respectivos IPO. La primera sufrió una caída del 7% en el primer día de cotización y la segunda debió salir a un precio inferior al del rango original, a lo que hubo que agregar luego una baja en el precio de la acción del 3,5%.¹⁴

A estos casos debe sumarse el de Despegar (DESP) realizado unos meses antes (el 20/9/2017), y que si bien tuvo una salida exitosa, el precio de la acción llegó a caer un 30% en dos meses y aunque parecía recuperarse para comienzos de 2018, se vio expuesta a una gran volatilidad¹⁵.

La salida al mercado

Los problemas y postergaciones mencionadas no implicaron el abandono definitivo de la idea. En palabras de su CEO “No se trata (acceder a la oferta pública) de un objetivo per se, sino de un paso necesario para iniciar una nueva etapa de la compañía, para globalizarnos, para llevar la tecnología a los lugares que consideramos relevantes, para tener acceso a capital de forma competitiva, y en el proceso separarnos un poco de la coyuntura local.”

A este fin la firma encontró una alternativa para realizarlo: la fusión inversa. De esta manera Bioceres se convirtió en la vigésima empresa Argentina que logra cotizar sus acciones en Nueva York. Esta operación fue anunciada a través de un comunicado¹⁶ publicado en noviembre de 2018, dónde expresa:

“Bioceres, la compañía de biotecnología agrícola líder en América Latina (la “Compañía”) y Union Acquisition Corp. (NYSE: LTN) (“UAC”), una compañía de adquisición de propósitos especiales ha anunciado la ejecución de un acuerdo de intercambio de acciones definitivo (el “Acuerdo de intercambio”) según el cual Bioceres aportará su negocio de soluciones agrícolas a cambio de acciones de UAC. Se espera que esta transacción produzca una compañía fusionada con un valor empresarial inicial previsto de aproximadamente 456 millones de dólares estadounidenses, siempre y cuando no haya reembolso de acciones públicas de UAC. Inmediatamente después de consumada la transacción, UAC pasará a llamarse Bioceres Crop Solutions, y se espera que continúe cotizando en la Bolsa de Valores de Nueva York (“NYSE”) en cuanto a sus acciones y garantías con los nuevos teletipos “BIOX” y “BIOX WS”, respectivamente.”

La firma con la cual se fusionó era una *Blank Check Company*¹⁷ y la operación se desarrolló como una “recapitalización inversa” consistente en la emisión de acciones por parte de Bioceres a cambio de los

¹⁴ <https://www.ambito.com/edicion-impresa/lecciones-que-deja-el-tropezamiento-emisiones-central-puerto-y-corporacion-america-wall-street-n4011452> Consultado el día 23/5/20

¹⁵ Ver por ejemplo <https://www.iprofesional.com/notas/259709-twitter-facebook-wall-street-acciones-inversiones-despegar-nueva-york-adr-ahorrista-roberto-souviron-delphos-investment-Unicornio-golpeado-las-acciones-de-Despegarcom-caen-30-en-Wall-Street-a-tres-meses-del-debut-y> Consultado el 23/5/20

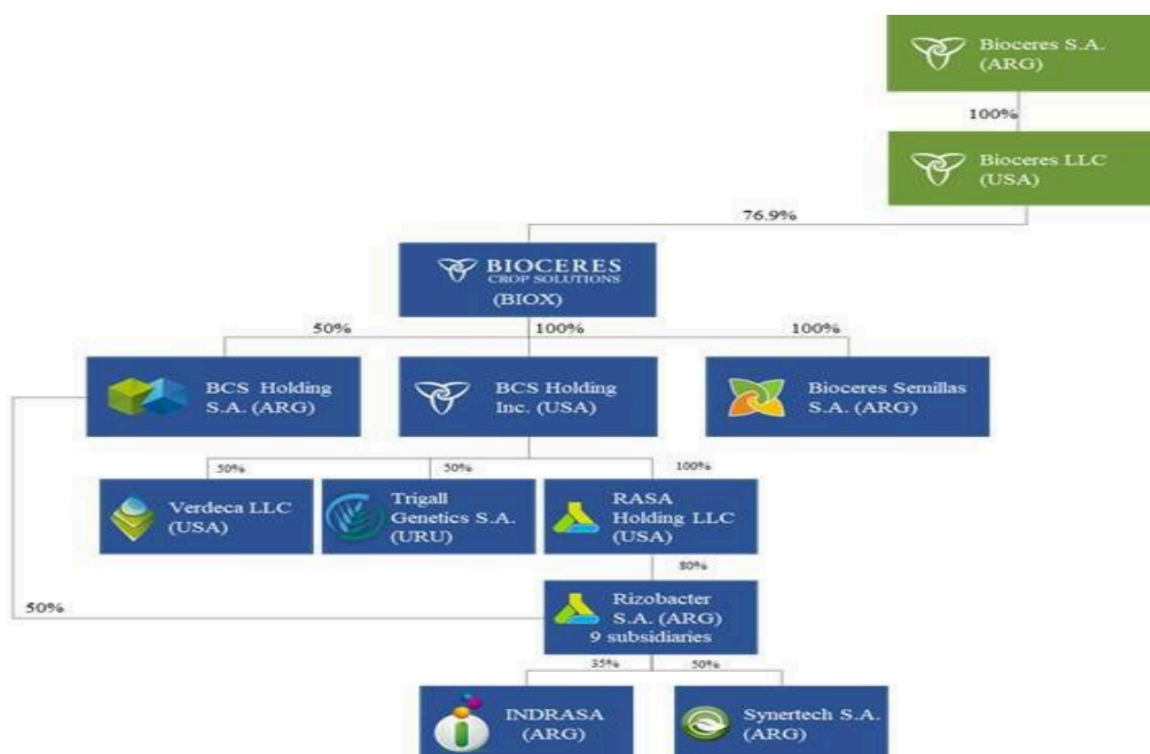
¹⁶ Esta versión traducida por la firma puede verse en <https://www.bioceres.com.ar/bioceres-y-union-acquisition-corp-anuncian-la-ejecucion-del-acuerdo-de-intercambio-de-acciones-definitivo/> Consultado el 26/3/20

¹⁷ “Union Acquisition Corp. es una compañía de «cheque en blanco» organizada con el objetivo de realizar una fusión, un intercambio de acciones, una adquisición, una compra de acciones, una recapitalización, una reorganización u otra combinación comercial similar con una o varias empresas o entidades comerciales. Los recursos de UAC por identificar una potencial empresa apta para estos fines no se limitan a ninguna industria o

activos monetarios netos de UAC. Previo a la efectivización de la fusión, que se llevó a cabo en marzo de 2019, se realizó una reorganización del grupo de la siguiente manera:

- En octubre de 2018 acordaron que UAC adquiriera de parte de Bioceres LLC (firma constituida en EEUU y perteneciente a Bioceres SA (la compañía Parent del grupo, constituida en Argentina) el negocio de Bioceres Semillas para lo cual emitió acciones y warrants, además de las que entregó para cancelar el call option para adquirir el 30% de Rizobacter (que se ejecutó inmediatamente después de consumada la fusión).
- Posteriormente, la firma reorganizó sus negocios de la siguiente manera -ver Gráfico 2-: en febrero de 2019 Bioceres, Inc creó una subsidiaria, BCS Holding Inc a la cual aportó los activos netos de su negocio de cosechas, quedándose con el 100% de las acciones.
- Luego, Bioceres Inc se convirtió en Bioceres LLC y el 1 de marzo de 2019, Bioceres SA aportó el capital accionario que poseía en Bioceres Semillas SA a Bioceres LLC a cambio de acciones de esta última.
- Como resultado de toda la operación UAC se convirtió en holding de BCS, sus subsidiarias y Bioceres Semillas. Luego de esta operación, UAC cambió su nombre a Bioceres Crop Solutions Corp (BIOX), la cual cotiza con ese *ticker* desde el 22/3/2018 en el Mercado NYSE:American, que es el especializado en compañías en crecimiento.¹⁸

Gráfico 2



Fuente: F-1 Bioceres 31/5/2019

región geográfica en particular, aunque la Compañía se ha focalizado en empresas ubicadas en América Latina.” Disponible en <https://www.bioceres.com.ar/bioceres-y-union-acquisition-corp-anuncian-los-resultados-operativos-trimestrales-no-auditados-de-bioceres-para-el-periodo-finalizado-el-31-de-diciembre-de-2018/> Consultado el 21/2/20

¹⁸ Información extraída del Formulario 20F que la firma presentó ante la SEC.

Ahora bien, conocida la historia de la firma, su evolución, las dificultades que enfrentó para poder acceder al régimen de oferta pública y el procedimiento finalmente elegido para hacerlo, vale la pena detenerse a analizar cuáles serían las razones que pueden haberla llevado a tomar este camino, los beneficios y dificultades derivados de haberlo hecho de esta manera y, en suma, si se puede considerar que fue una decisión adecuada o si habría resultado más conveniente tomar otro camino.

En primer lugar, es claro¹⁹ que la firma, dado su estado de desarrollo, decidió que era beneficioso transformarse en pública -y hacerlo en el mercado estadounidense-, siendo este un medio que le facilitaría el crecimiento al proporcionarle un mejor acceso a capital, mayor flexibilidad para el manejo de la participación de los accionistas y la posibilidad de realizar eventuales nuevas adquisiciones, a la vez que les permitía despegarse de la volatilidad del contexto argentino.

Sin embargo, más importante a los fines de este trabajo resulta intentar determinar por qué decidió finalmente hacerlo a través de una fusión inversa.

Analizando los hechos, no puede soslayarse que iniciaron dos veces el proceso de oferta pública -a lo que debe agregarse que el segundo intento se prorrogó en dos oportunidades previo al desistimiento-, lo que implica que la firma -en particular su *management* y directorio- invirtió un considerable tiempo y esfuerzo en estas operaciones. Por otro lado, es posible que intentar un nuevo IPO hubiera dejado a la firma sin margen de maniobra, ya que la operación no podría haberse suspendido o cancelado nuevamente sin afrontar un considerable costo en imagen frente a los inversores.

Si además se tiene en cuenta que un elemento determinante para interrumpir los intentos de *IPO* fue la volatilidad que aquejaba al mercado, la vía de la fusión inversa le permitió completar el trámite más rápido, reduciendo su exposición a esa inestabilidad, por lo que parece razonable haber optado por un procedimiento que puede realizarse con menos demoras y con menor exposición.

Si bien ya fue mencionado, debe insistirse sobre los problemas a los que estaban expuestas las firmas locales. Bioceres, a pesar de ser una firma que opera en Sudamérica, Europa, Estados Unidos, India y Sudáfrica -y que cuenta con planes de aumentar su participación en esos mercados- aún generaba el 75% de las ventas en Argentina²⁰ al momento de intentar su ingreso a la oferta pública. Y cabe recordar además que en diciembre de 2017 se empezaron a notar ciertos signos de intranquilidad en el país a partir de la modificación de las metas de inflación para el año siguiente. Esto fue seguido de una fuerte y sostenida depreciación del peso durante 2018, como puede apreciarse en el gráfico 3.

¹⁹ En este sentido puede verse <https://www.cronista.com/apertura-negocio/emprendedores/Para-el-CEO-de-Bioceres-El-modelo-actual-del-agro-llego-a-su-fin-por-un-tema-de-rentabilidad-20190619-0002.html>
Consultado el día 23/5/20

²⁰ Ídem 8

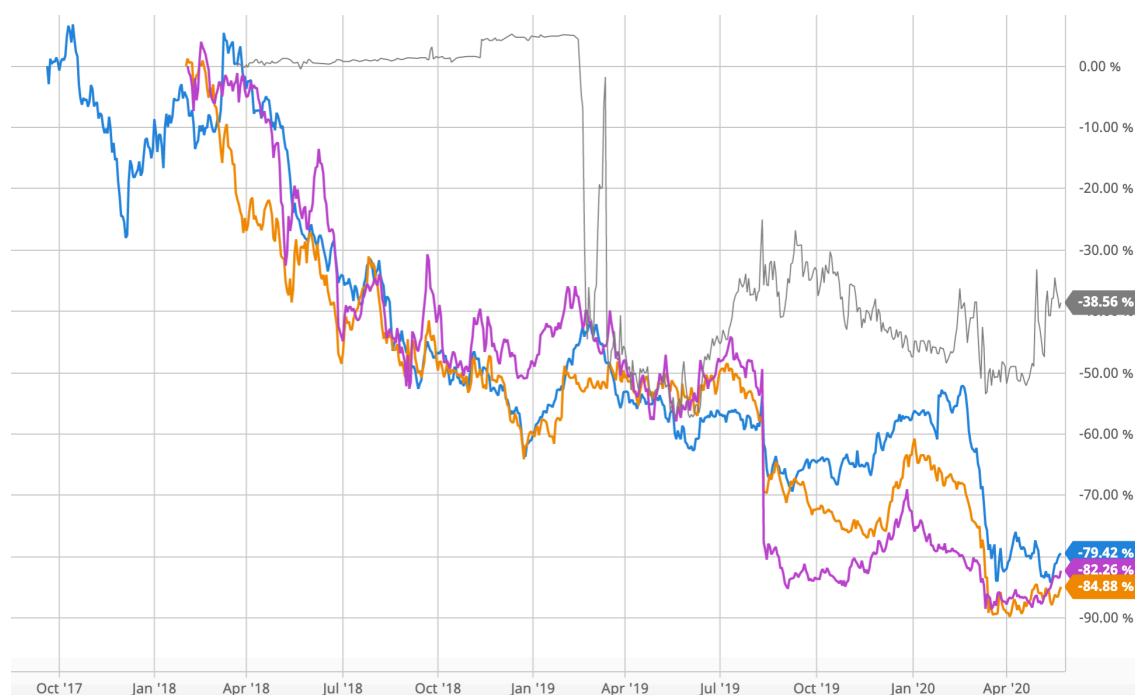
Grafico 3



Fuente: PEN – Tipo de cambio vendedor BNA²¹

Considerando estos factores, y agregando los mencionados inconvenientes afrontados por las otras firmas locales que realizaron su oferta pública inicial por esa época, intentar esa vía tenía el riesgo de que los potenciales inversores percibieran que se encontraban frente a una firma que afrontaba una seria posibilidad de sufrir una reducción de su valor. Y esta situación podía generar tanto la falta de interés por parte de los potenciales inversores como una oferta muy baja; o que a poco de empezar a cotizar la acción sufriera una considerable caída, con los perjuicios que esto implica para la firma. En este sentido puede apreciarse en el gráfico 4 como las acciones de las firmas mencionadas -CEPU, CAAP y DESP- empezaron a sufrir esa caída en forma casi inmediata a su oferta pública mientras que Bioceres logró sostener el precio de esta casi un año.

Gráfico 4



Fuente: Barchart.com²²

²¹ Disponible en https://datos.gob.ar/series/api/series/?ids=168.1_T_CAMBIOR_D_0_0_26

También vale la pena detenerse en el tipo de cáscara elegida para llevar adelante la operación -una *Blank Check Company*-, que en este caso concreto planteó un par de ventajas muy importantes: en primer lugar, es un tipo de firma creada específicamente para este fin -por ende no contaba con pasivos contingentes-, y además implicó un aporte de fondos a la compañía -eliminando el riesgo de que no hubiera demasiado interés de los inversores-.

Debe asimismo considerarse que por esta vía la compañía logró también un ahorro, al no tener que realizar nuevamente una serie de acciones que pueden resultar muy costosas, como por ejemplo un nuevo *road show*. Y existen además otros aspectos importantes: el ahorro en materia de honorarios -que se calculan sobre el monto de la operación-, a lo que debe sumarse haber evitado el perjuicio que genera la colocación de acciones a precios subestimados -situación que se produce normalmente para asegurar el interés de los inversores y el consiguiente éxito de la transacción-.

Otro ítem interesante para analizar es el del “riesgo reputacional” al que, según la mayoría de los autores analizados, se exponen las firmas que utilizan métodos alternativos para acceder al régimen de oferta pública.

Se entiende que en el presente caso no existió tal exposición por diversas razones: porque ha mejorado mucho el acceso a información por parte de los inversores, porque la SEC ha ajustado la regulación impidiendo que accedan firmas fraudulentas y porque existen además actores importantes -firmas tecnológicas, fondos de *venture capital*- que utilizan y promueven métodos alternativos al IPO tradicional.

Asimismo, en el caso particular de Bioceres, se trata de una firma de biotecnología que está a la vanguardia de la innovación en su campo y que se desarrolla en un rubro en el que esta vía no resulta inusual²³.

Finalmente, en base a lo hechos ocurridos y a las consideraciones expuestas, puede verse que la decisión fue acertada, ya que lograron ingresar al régimen de oferta pública, cotizar en el mercado estadounidense, obtener el capital que necesitaban para modificar el perfil de su deuda, ejercer el *call* que tenían sobre Rizobacter, obtener capital de trabajo y sentar las bases para acceder a nuevo capital que les permita financiar sus planes de crecimiento y expansión.

²² En gris BIOX, azul DESP, violeta CEPU y naranja CAAP.

²³ De acuerdo a la columna “Three Ways to Take Your Company Public Without a Traditional IPO”, disponible en <https://marker.medium.com/three-ways-to-take-your-company-public-without-an-ipo-4d0d00d3eff> la fusión inversa es un método que ha sido regularmente utilizada por compañías de biotecnología. Consultado el 21/5/20.

2. La fusión inversa

2.1 ¿En qué consiste?

Se seguirá en este punto, principalmente, a David Feldman (2018) debido a que es el autor más prolífico en el instituto que es objeto del presente trabajo, tanto en cantidad de obras -2006, 2010, 2011, 2012, 2018- como en extensión de estas -las citadas son en su mayoría libros y cada uno de ellos ha ido tomando los aprendizajes derivados de la práctica, así como las modificaciones normativas que se han sucedido-. Por esto se inicia el presente con el análisis de su último volumen, a pesar de haber algunos trabajos que lo anteceden en fecha, y sin perjuicio de que serán considerados infra.

El autor explica que una fusión inversa es una operación a través de la cual una firma privada se fusiona con una firma pública que no posee operaciones, por ser esta residual de una empresa que fue a bancarota, o por haber sido creada con el propósito específico de fusionarse con otra, resultando finalmente en la cotización pública de la firma privada luego de terminar el procedimiento de fusión.

Estas firmas públicas que se utilizan para realizar la fusión se denominan en forma genérica “*Shell Company*”. El regulador (la *Securities and Exchange Commission* de EEUU) describe dos tipos de “cáscara”²⁴: la *Shell Company*²⁵ y la *Blank Check Company*²⁶-a los que puede agregarse la *Special Purpose Acquisition Company*-. La primera es una compañía que, “no tiene operaciones y no tiene activos o tiene sólo caja y/o equivalentes y/o activos nominales”, mientras que la segunda es una compañía que se encuentra “en etapa de desarrollo y no tiene plan de negocios o propósito específico o su plan de negocios consiste en fusionarse o adquirir una o más compañías indeterminadas y que además emite acciones de micro capitalización”^{27,28}. El valor de estas deviene de ser una firma cotizante, la cual va a ser más o menos atractiva en base a su presente y su pasado (si tiene efectivo, la forma en que reporta, el mercado donde cotiza, si tiene operaciones pasadas, si puede haber quedado algún riesgo derivado de esas operaciones, etc.).

Existen diversas alternativas para llevar adelante esta operación. La forma más usual es la que se denomina “fusión inversa triangular”²⁹ en donde la cáscara crea una subsidiaria que luego se fusiona

²⁴ Se utilizará el término “cáscara” para referirse a las Shell Companies

²⁵ Rule 144(i)(1) defines a shell company as a company that has:

(A) No or nominal operations; and

(B) Either:

1. No or nominal assets;
2. Assets consisting solely of cash and cash equivalents; or
3. Assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets;

²⁶ Rule 419 (a) (2) ‘(i) is a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated that its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, or other entity or person and (ii) is issuing ‘penny stock.’

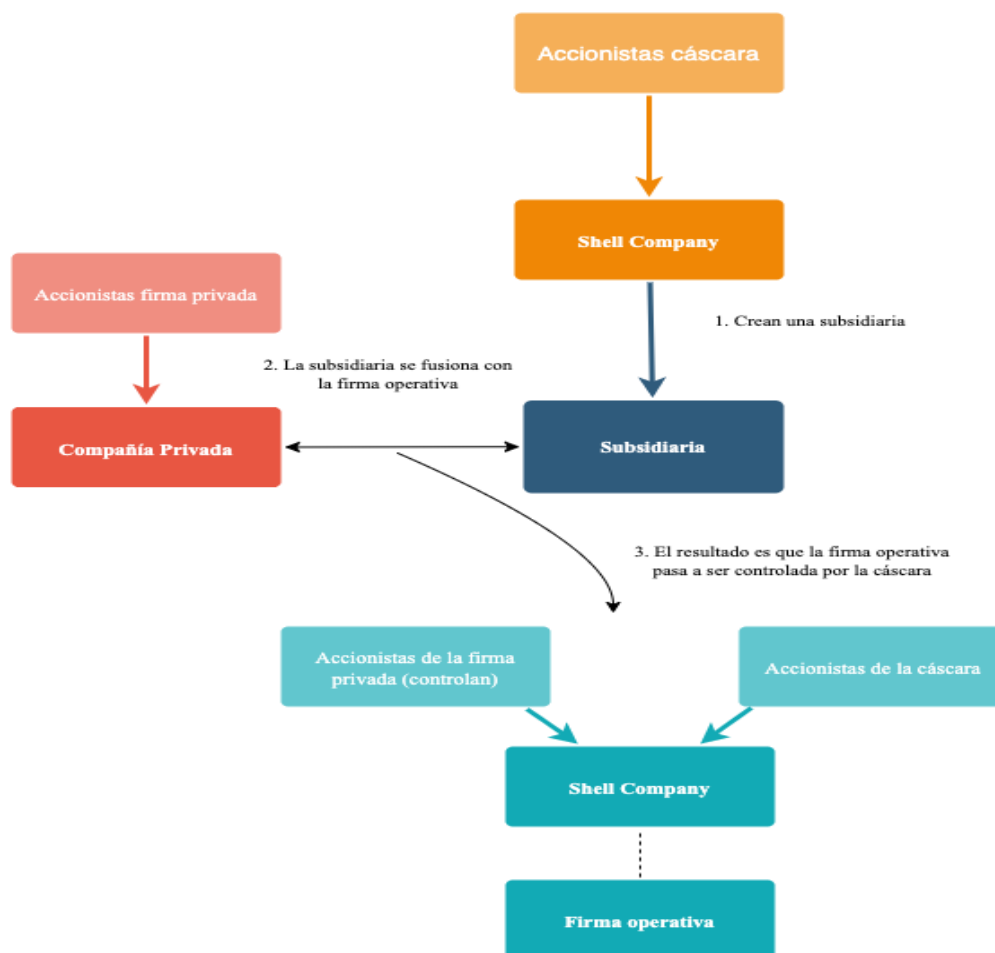
²⁷ Son acciones que se negocian a un valor inferior a u\$s 5 y que lo hacen en los mercados “over the counter”

²⁸ Por “acciones de micro capitalización” se hace referencia a las Penny Stock cuyo límite de precio está fijado por la SEC en u\$5 por acción.

²⁹ Hay autores que sostienen que la forma más usual es en realidad el swap de acciones. Ver Reverse Mergers, by By: Paul M. Rodell, Nicholas P. Pellicani, and Joel D. Salomon, Debevoise & Plimpton LLP. The Lexis

con la firma privada, por lo que esta termina como subsidiaria de la cáscara, con la particularidad de que las acciones de la cáscara pertenecen en adelante a los accionistas de la firma privada que, obviamente, toman control del órgano de dirección (ver Gráfico 5).

Gráfico 5



Fuente: Adaptación de Feldman (2006)

También la fusión podría realizarse en forma directa, sin crear una subsidiaria, pero se suele preferir la versión triangular debido a que hacerlo en forma directa entre la firma pública y la cáscara requiere aprobación por parte de los accionistas de ambas, así como del regulador, lo que genera un aumento en los costos y en los tiempos de resolución de la operación.

Otras opciones disponibles para llevarlo adelante son hacer un swap de acciones o hacer que la cáscara adquiera los activos de la firma privada. A la vez, la operación puede realizarse a través del pago de una suma de dinero a los accionistas de la firma pública, la entrega de acciones de la nueva firma o una combinación de ambas formas.

Brenner y Schroff (2004), por su parte, relatan que esta modalidad fue creada en la década de 1950 por Armand Hammer³⁰ y si bien la figura no adquirió fama hasta la década de 1990, diversos autores destacan que es la modalidad a través de la cual accedieron al régimen de oferta pública firmas de la talla de Turner Broadcasting, Berkshire Hathaway, Worldcom, Texas Instruments, Blockbuster, Jamba Juice o la misma New York Stock Exchange.

Describen los autores los pasos necesarios para llevar adelante una fusión inversa³¹:

1. Trabajar con el asesor financiero en encontrar una cáscara apropiada, que puede ser una firma residual, una *Blank Check Company* o una *SPAC* (estos tipos serán descritos con mayor detalle por separado).
2. Desarrollar una estrategia financiera (el acceso a la oferta pública se realiza normalmente con el objeto de escalar la firma, por lo que debería estar claro si se va a realizar una oferta secundaria, buscar financiamiento *PIPE*³², intentar alguna adquisición, etc.).
3. Contactar a los accionistas de la cáscara y firmar la carta de intención (establecer los términos generales de la operación).
4. Realizar el *due diligence* (instancia clave en este tipo de operaciones, en particular si se trata de cáscaras residuales -se analizará específicamente en el presente capítulo-).
5. Contratar un broker que actúe como *Market Maker* y logre vender las acciones que se vuelcan al mercado.
6. Realizar los cambios necesarios en la razón social y el *ticker* bajo el cual cotiza.
7. Realizar los activos no corrientes que pudiera tener la firma,
8. Tomar las medidas necesarias para darle liquidez a la acción (que puede ir desde realizar un *split inverso*³³ con las acciones, contratar los servicios de firmas que actúen como *market makers*, lograr que analistas cubran la acción, etc).

Este procedimiento -que indica los pasos que debe seguir la firma- debe ser considerado en conjunto con los requisitos establecidos por la SEC en la década del 2000. Ante la existencia de ciertos vacíos normativos que eran explotados por algunos operadores fraudulentos, el regulador estableció en las mencionadas normas una serie de requisitos que debía cumplir la firma que participaba de una operación de este tipo. En estas se definió a las cáscaras, se determinó que los requisitos de información debían ser cumplidos en forma integral e inmediata (frente a los 71 días con los que se contaba antes) y se agregó una casilla en los formularios para declarar si la presentante era una compañía cáscara.

Gleason, Rosenthal y Wiggins (2004), por su parte, definen la fusión inversa como “un evento específico de gobernanza corporativa en el que una compañía privada es adquirida por una compañía pública con objeto de lograr ser listada en un mercado y en el cual la firma que finalmente sobrevive y participa del régimen de oferta pública es la privada. En la mayoría de los casos la firma que surge de la fusión continúa operando bajo la razón social y el *management* de la firma privada. Esta firma

³⁰ Armand Hammer fue durante años Presidente de Occidental Petroleum Oil y es a quien se atribuye haber realizado con esa firma la primer fusión inversa de la historia en el año 1956.

³¹ Los pasos han sido adaptados considerando aportes y modificaciones posteriores (vg. Floros y Shastri, 2008).

³² De acuerdo con Pollard (2016), el financiamiento *PIPE* (*Private Investment in Public Equity*) consiste en una alocación privada de acciones a un precio determinado que se realiza a inversores con el compromiso de la firma de realizar una registración de reventa que le permita a estos realizar una venta pública de los títulos.

³³ Operación que consiste en unificar dos o más acciones a fin de darle un precio de negociación más alto.

superviviente no emite nuevo capital cómo lo haría una que realiza una Oferta Pública Inicial, aunque podría hacerlo en una fecha posterior”³⁴.

Sjostrom (2007) menciona las características de este tipo de compañías: tiene sus acciones registradas ante la SEC pero no tiene operaciones ni activos más que efectivo o equivalentes. Existen, sostiene, por alguna de dos alternativas: era una compañía pública que operaba normalmente y por alguna razón dejó de hacerlo y liquidó los activos sin por eso dejar de existir o porque se creó con el propósito específico de establecerse como una cáscara a la espera de adquirir o ser adquirida por otra firma.

Este autor había definido al procedimiento como un método no tradicional de acceder al régimen de oferta pública en el cual se buscaba una cáscara aceptable, evitando el método tradicional de contratar un *underwriter* y hacer un IPO, fusionándose la firma privada con aquella y con la particularidad de que tanto la mayoría accionaria como el *management* quedan en poder de los accionistas de la firma privada.

Por su parte, Arellano Ostoa y Brusco (2002) lo habían descrito de una forma más sencilla: es un método disponible para convertirse en una compañía pública. Agregan que la “esencia” de este procedimiento es convertir a una firma privada en sucesora de una pública y que esto se logra a través de un swap de acciones entre ambas firmas en la que los accionistas de la privada son los que conservan el control luego de la operación. Estos autores, a diferencia de los de trabajos posteriores, clasificaban a la firma pública en dos categorías: “compañía difunta” para las firmas residuales y “cáscara” para las *SPAC*.

Estos autores explican el procedimiento con tres ejemplos de cómo se puede llevar adelante la operación: a) la compañía pública adquiere los activos de la firma privada a cambio de acciones de la firma, b) la compañía pública se fusiona con la privada realizando un swap de acciones y c) la compañía pública adquiere a la privada, quedando esta como subsidiaria, a cambio de acciones. En todos los casos, la mayoría de las acciones de la firma pública quedan en poder de los accionistas originales de la firma privada.

Floros y Sapp (2011) hacen en su trabajo una descripción detallada del procedimiento. En primer lugar se realiza un *due diligence* de ambas firmas. Luego negocian y firman una carta de intención, que es antecedente del acuerdo final. En caso de que sea necesario obtener aprobación de los accionistas se realiza el *proxy statement* y se presenta el mismo ante el regulador. Asimismo se presenta la documentación y formulario necesario para realizar el cambio de directorio. Finalmente, y dentro de los cuatro días del cierre de la operación también debe presentarse el formulario 8-K y que incluye la información que presentan todas las compañías públicas -estados contables, información sobre el *management*, análisis de riesgos, etc.-.

³⁴ Gleason, K. C., Rosenthal, L., & Wiggins III, R. A. (2005). Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), Pág. 56. “The term reverse takeover refers to a specific corporate governance event where a private company is acquired by a public company in order to obtain the public listing, and where the private partner is the surviving public entity. In most instances, the newly created firm continues operating under the name and the managerial control of the private firm (e.g., both management and board structures). The surviving firm does not generate or raise capital directly through the reverse takeover as a firm would through an IPO, although the new entity may access capital markets at a later date.” La traducción es propia.

Pollard (2016) la definen como una “alternativa para que una firma privada acceda a los mercados evitando la lentitud y los altos costos que conlleva realizar un IPO”³⁵. Más allá de que es una definición sencilla y que se centra más en los problemas del método tradicional, sí realizan una descripción más detallada al explicar su funcionamiento. Expresan que es una operación que se estructura de tal forma que la cáscara es la adquiriente legal y la adquirida contable mientras que la firma privada es la adquirida legal y la adquiriente contable. Y explica que la cáscara emite, a cambio de las acciones de la firma privada, un número de acciones suficientes para que los accionistas de la firma privada obtengan el control de la firma que resulte de la fusión.

Los tres tipos de cáscara -ver Tabla 1-

La cáscara “residual”

Es aquella firma que no tiene operaciones y no tiene activos o tiene sólo caja, y se opta por el término residual por ser este tipo de empresa, mayoritariamente, una compañía pública que, por diversas razones que mencionaremos a continuación, conservan algún/os activo/s pero ya no operan un negocio.

Hay una gran diversidad de casos que explican cómo se llega a este punto. Feldman (2018) menciona, por ejemplo: una compañía que se desprendió de su operación pero conservó las licencias, por las que sigue cobrando regalías; o aquella que ya se desprendió de la totalidad de sus activos y en vez de concluir la liquidación vende la cáscara; también se encuentran aquellas que realizaron una reorganización luego de un proceso concursal, utilizaron los activos para arreglar con los acreedores; también pueden ser compañías en situación de distress pero que aún no ingresaron a un proceso falencial y deciden vender la cáscara.

Destaca el autor citado que, salvo en el caso de la firma que concluyó con el proceso concursal -donde se realiza un corte que deja a salvo la responsabilidad del adquiriente por hechos pasados- es especialmente importante cuando se utilizan firmas “con pasado” ser muy cuidadoso con la realización del due diligence. Esto implica ser extremadamente cuidadoso al analizar la estructura corporativa, la calidad del *management* y la compensación de estos, los pasivos contingentes, juicios existentes o latentes, identidad de los auditores y si siempre han sido los mismos, la existencia de acuerdos de accionistas y las cláusulas que pudieran contener, la última versión de los estatutos de la firma, entre otras cuestiones que deberán tenerse en cuenta.

La Blank Check Company

Es una firma en estado de desarrollo que no tiene un plan de negocios o un propósito específico o ha indicado que su plan es realizar una fusión o adquisición con/de una compañía no identificada.³⁶

Feldman (2018) relata que a principios de la década de 1990, y como respuesta a innumerables casos de abusos alrededor de la figura de la fusión inversa -los esquemas de “*pump and dump*”³⁷ - desde que

³⁵ Pollard, T. (2016). Sneaking in the back door? An evaluation of reverse mergers and IPOs. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), 305-341.

³⁶ Disponible en <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-blankcheckhtm.html> . Consultado el día 28/3/20

³⁷ Ciertos agentes empezaban a generar movimiento y rumores en una *Shell* a fin de levantar el precio y luego vender las acciones de una firma no operativa, obteniendo una ganancia ilegítima.

la misma se empezó a utilizar en la década de 1970 generaron que la SEC dictara en el año 1992 la mencionada regla 419, que introdujo la figura de la “*Blank Check Company*” con la definición mencionada ut supra.

De acuerdo al autor, esta norma posee tres componentes principales: en primer lugar, obliga a estas firmas a depositar el 90% de los fondos reunidos y la totalidad de las acciones emitidas en una cuenta escrow hasta tanto se concrete la fusión; en segundo lugar, el *management* de la firma tiene un plazo máximo de 18 meses para completar la fusión o debe devolver los fondos -deducidos los gastos- a los inversores; finalmente, da derecho a los inversores a retirarse si la fusión propuesta no es de su agrado. El objeto de esta norma era evitar los riesgos principales que generaba esta figura: engañar a los inversores cuando no había intención de realizar una operación real, incurrir en esquemas de “*pump and dump*”, disponer de los fondos en forma indefinida y realizar una fusión con firmas inviables.

La Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

Es un tipo especial de compañía “cheque en blanco” que se crea específicamente para reunir fondos y destinarlos a financiar una fusión o adquisición en un período de tiempo determinado.³⁸ Normalmente, a pesar de que se estructuran legalmente de manera de poder evitar los requisitos establecidos para las “*Blank Check*”, suelen cumplir con los mismos a fin de evitar inconvenientes. Constituyen otra forma de acceder a la fusión inversa, es decir, una alternativa a usar una cáscara que es residual de una firma que tuvo actividad en el pasado.

Sjostrom la define como “una cáscara que accedió al régimen de oferta pública a través de un IPO con la intención de adquirir una compañía indeterminada en un plazo de 18 a 24 meses”³⁹.

Consiste básicamente en un fondo de inversión creado con el propósito de adquirir una compañía ya existente. La característica distintiva es que se realiza un IPO para el vehículo -la *SPAC*- y los fondos que levanta son puestos en una cuenta fiduciaria hasta que se complete la operación para la cual fue constituida. Surgen para aprovechar una excepción a la Regla 419 que establece que si la firma -en este caso sería la *SPAC*- cuenta con al menos u\$s 5M en activos o busca levantar ese capital y posee un compromiso en firme de un *underwriter* no debe cumplir con los requisitos establecidos en la norma.

Agrega Sjostrom en su descripción que son la evolución de las “*blank check company*”, y que normalmente cumplen con varios de los requisitos previstos en la mencionada Regla 419 de la SEC para estas: depositar al menos el 90% del capital en una escrow, no adquirir firmas cuyo valor sea menor al 80% de los activos de la *SPAC* y someter la adquisición del target a una aprobación de los inversores a fin de atraer más inversores -y de evitar una vigilancia particular por parte del regulador-.

Vale la pena mencionar una diferencia más entre utilizar alguna de estas dos figuras o la firma residual al momento de la fusión: cuando se utiliza uno de estos vehículos se consigue una inyección de capital inmediata -el que levantó la cáscara-, hecho que normalmente no ocurre cuando se utiliza

³⁸ Idem nota 28

³⁹ Sjostrom Jr, W. K. (2007). The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2, 743. Pág. 756. La traducción es propia.

una residual -si bien puede acompañarse de financiamiento *PIPE* o, cumplidos los plazos, realizar una nueva emisión de acciones-.

Tabla 1

	Residual	Blank Check	SPAC
Características	- Firma pública que deja de operar pero sigue cotizando en un mercado autorizado	- Firma en estado de desarrollo que: - No tiene plan de negocios o propósito específico, o - Su plan consiste en fusionarse o adquirir una firma indeterminada	- Es un tipo de Blank Check, en la cuál se reúne capital para realizar una fusión o adquisición
Norma/ Requisitos	- Rule 144 (i) (1)	- Rule 419 (a) (2) (i) - Depositar fondos y acciones en una cuenta escrow - Concretar una operación en no más de 18 meses - Inversores tienen derecho a retirarse si no les satisface el target	- Pueden estructurarse de manera de evitar los requisitos previstos en la regla 419, pero normalmente los cumplen a fin de evitar problemas con el regulador
Ventajas	- Puede conservar algún activo (generalmente caja) - Puede tener quebrantos impositivos que la adquiriente pueda aprovechar	- Es una cáscara limpia, sin pasivos contingentes - Puede incluir la inyección de capital	- Es una cáscara limpia, sin pasivos contingentes - Implica una inyección de capital
Desventajas	- Puede tener pasivos contingentes - Puede conservar accionistas minoritarios que obstaculicen la operación - No hay inyección de capital	- Normalmente cotizan en mercados OTC - Los inversores pueden retirarse si no les satisface el target	- Es posible que participen de mercados OTC - Los inversores pueden retirarse si no les satisface el target

Fuente: elaboración propia

2.2 Marco normativo

Hace Vermeulen en su trabajo un interesante análisis de los distintos estilos que han elegido algunos países para regular el procedimiento y los requisitos para las fusiones inversas. Así, divide entre tres enfoques: establecer un sistema rígido y severo de requisitos (el caso de E.E.U.U.); no contar con normas específicas para este tipo de casos, pero dar facultades amplias al regulador para que intervenga (Reino Unido, Australia o Hong Kong) y no establecer reglas específicas, pero dotar al regulador de facultades limitadas a “poner en observación” a estas firmas (Suecia).

El **enfoque rígido** surge en gran medida por la ocurrencia de diversos fraudes perpetrados a través de fusiones inversas protagonizadas por compañías chinas en la década del 2000 en el mercado estadounidense⁴⁰. Ante estos hechos la SEC reaccionó estableciendo una serie de requisitos consistentes básicamente en la obligación de listarse en los mercados *Over The Counter* durante un plazo de un año previo a poder acceder a los mercados nacionales –“reglas de *seasoning*”-, además de presentar regularmente los estados contables a la SEC y mantener un precio mínimo de la acción por entre 30 y 60 días previos a listarse en uno de los mercados más grandes⁴¹.

El **enfoque intermedio** en realidad no establece requisitos específicos para las firmas que buscan salir al mercado por esta vía pero tratan de evitar la perpetuación de actos fraudulentos dando la facultad al regulador de suspender o cancelar la negociación pública de las acciones hasta que cumpla los requisitos normales para listarse.

El **enfoque flexible** por su parte requiere que las firmas brinden información respecto a cambios de “identidad” (composición accionaria, adquisición de nuevos negocios, cambios en valor de mercado por adquisiciones), dándole la facultad al regulador de poner “en observación” a la firma, como modo de llamar la atención de posibles inversores acerca de las características de la firma.

2.3 Ventajas, desventajas y riesgos de la fusión inversa

¿Por qué una firma optaría por utilizar esta alternativa en vez de la oferta pública inicial tradicional -o cualquiera de las otras opciones disponibles-?

El propósito del presente apartado es considerar las distintas ventajas y desventajas descriptas por los autores en los trabajos analizados, así como los riesgos existentes.

Gleason, Jain y Rosenthal (2006) fundamentan el análisis que realizan en la posibilidad de evaluar los costos y beneficios de acceder al régimen de oferta pública a través de un IPO tradicional o de hacerlo a través de una forma alternativa -en este caso el IPO autónomo o la fusión inversa-. En la versión tradicional se cuenta con el apoyo del *underwriter* en el esfuerzo de venta a inversores institucionales, la estabilización de la acción en el aftermarket, la posibilidad de que la acción sea seguida por analistas y el obvio beneficio de que el proceso sea manejado por un banquero de inversión especializado en vez de por el *management* de la firma, que puede no tener conocimientos suficientes sobre la materia. Por otro lado, los costos suelen ser muy altos, no es necesario “seducir” a un banquero para obtener un compromiso en firme y los requisitos de información son inferiores a los de la versión tradicional.

⁴⁰ Pollard (2016) sostiene que en realidad las firmas chinas que utilizaron la fusión inversa cuentan con información contable de mayor calidad que el resto de las firmas que han utilizado la figura.

⁴¹ NYSE, NASDAQ o NYSE AMEX

Asquith y Rock (2011) plantean un par de diferencias entre la fusión inversa y otras operaciones, cuyo análisis resulta de utilidad para evaluar las alternativas:

- Los IPO son llevados adelante por un banco de inversión y se venden acciones a nuevos inversores en forma pública, si bien los accionistas pre ipo mantienen la mayoría. Por su parte, en la fusión inversa una firma privada canjea sus acciones con las de una firma pública y son estos “nuevos accionistas” de la firma pública quienes obtienen la mayoría.
- Los IPO implican una búsqueda de financiamiento, se emiten nuevas acciones para obtener capital. Esto no es condición necesaria en la fusión inversa, ya que generalmente no emite nuevas acciones -o no lo hace inmediatamente-, al poder utilizar activos líquidos con que contare la firma pública o quebrantos fiscales.

Feldman (2018), por su parte, analiza seis ventajas y tres desventajas de acceder al mercado por la vía de la fusión inversa:

Ventajas

- Costo: los IPO tradicionales son caros⁴².
- Rapidez: el autor sostiene que se puede llevar adelante en semanas, a diferencia de un IPO que lleva meses.
- Independencia del clima del mercado: los IPO tradicionales son excesivamente dependientes del estado del mercado. Aunque una firma esté en muy buenas condiciones, no le conviene salir si el mercado está pasando por fases de baja o en contextos de alta volatilidad, por lo que se dice que la “ventana” se encuentra cerrada.
- Independencia del *underwriter*: normalmente en los IPO el *underwriter* puede decidir cancelar la operación unilateralmente o cambiar el precio al que ofrece las acciones, lo que deja en una situación de vulnerabilidad a la firma.
- Demanda menos tiempo a los ejecutivos de la firma: al no haber prospecto, presentación ante la SEC, *road show* y demás requisitos de un IPO tradicional, el *management* puede dedicarse al negocio, dejando en manos del CFO lo necesario para completar la fusión.
- La dilución es menor: se evita el conflicto de intereses que puede presentarse si el *underwriter* obliga a tomar más capital del necesario (cobra comisión), lo que genera un menor riesgo de dilución innecesaria.

Desventajas

- Se obtiene menos capital: tanto el IPO tradicional como el IPO A+ presuponen la emisión de nuevas acciones a fin de obtener capital. En la fusión inversa, cuando se realiza a través de una cáscara residual, no hay posibilidades de levantar capital públicamente hasta tanto transcurra el plazo establecido por las reglas de *seasoning*.

⁴² Muchos de los autores analizados estiman los honorarios del *underwriter* y demás profesionales involucrados en un 7% de la operación, a lo que hay que adicionar los mencionados costos “dejados en la mesa” de los que habla el Prof. Ritter.

- Hay menor apoyo del mercado: a priori, es más complejo lograr captar la atención del mercado cuando se realiza la salida a través de una fusión inversa, al no contar con apoyo del *underwriter* ni de los nuevos inversores y no tener analistas que sigan la acción.

- Las reglas de *seasoning*: en principio, las firmas que utilizan esta vía están obligados a cotizar en los mercados *over the counter* por no menos de un año, antes de poder pasar a los mercados de mayor volumen.

Arellano Ostoa y Brusco (2002) plantean sólo dos ventajas y cuatro desventajas: entre las primeras el tiempo -3 meses frente a 6/9 de un IPO- y la posibilidad de evitar los requisitos iniciales de la SEC⁴³; por su parte, mencionan como inconvenientes de esta alternativa a los pasivos contingentes de la cáscara, la existencia de accionistas minoritarios de esta que pudieran obstaculizar la operación, la falta de nuevo capital para la firma y un problema de reputación derivado de no haber optado por la forma tradicional.

Brenner y Schroff (2004) también se centran en la celeridad del trámite -45 días contra más de un año, según los autores-, haciendo notar que el valor de la rapidez está dado porque de esta manera se libera a los directivos de la firma para que se enfoquen en la operación en vez de en la salida al mercado. Mencionan también el ahorro en costos -desde u\$75k en adelante para fusión inversa frente a u\$400k más comisiones de hasta el 10% para el IPO-, la facilidad para desligarse de la volatilidad del mercado y agregan un elemento interesante para analizar: que es el del ahorro impositivo que se puede aprovechar ya que cuando la cáscara corresponde a una firma que es residual de una que en el pasado operó pueden aprovecharse los quebrantos con que la misma cuenta.

Entre las desventajas, coinciden con el resto de los autores en los riesgos derivados de la operación anterior -ya sea por accionistas disconformes o pasivos contingentes-, la dilución producida por tener que entregar acciones a los accionistas de la cáscara, la restricción a la venta de las acciones establecida por la SEC, y el problema que se genera en la imagen de la compañía -tanto frente al regulador como frente a los inversores- debido a los problemas que se han generado a partir de este tipo de procedimientos.

Floros y Sapp (2011) encuentran cinco ventajas en la utilización de este método: en primer lugar, el ahorro de tiempo -que puede ser de entre 2 y 12 meses-; segundo, los costos -mencionan tanto los honorarios de profesionales como el que se deriva del *underpricing*-; tercero, la posibilidad de separarse del estado del mercado; cuarto, el ahorro de tiempo que le genera al *management* no tener que realizar el road show; y quinto, que la dilución es menor en este tipo de operación. Agregan además que suelen tener una considerable base de accionistas, lo que facilita el cumplimiento de uno de los requisitos previstos por los mercados para listarse.

Sostienen que las firmas que utilizan este tipo de operación suelen tener un alto grado de asimetrías de información, por ser en su mayoría firmas en estado de desarrollo y que la motivación para llevarlas adelante son obtener financiamiento *PIPE* y utilizar, una vez que adquieren estatus público, las acciones para poder realizar adquisiciones.

Makamson (2013) plantea un análisis distinto: lo ve desde el punto de vista de la estrategia de la firma. Realiza un análisis de 83 casos de fusión inversa llevadas a cabo entre 1994 y 2008 y si bien menciona la diferencia de costo (de \$50K a 400K contra un 7% de la emisión y 60 días contra 16/19

⁴³ El trabajo citado es previo a la introducción de regulación más estricta por parte de la SEC

semanas) formula una hipótesis alternativa respecto a la elección de este camino: no es sólo el acceso a nuevo capital lo que mueve a la firma a ser pública -y a acceder vía fusión inversa-, sino que además puede hacerse para relanzar la empresa, para acceder a otro país (caso BIOX) o como estrategia de salida para inversores iniciales.

Vermeulen (2014) hace su propio análisis de ventajas y desventajas y la primera que nombra es la posibilidad de acceder a financiamiento PIPE. Agrega también los ya analizados argumentos relativos a la rapidez en que se puede acceder al mercado por esta vía y la disminución de costos respecto al IPO tradicional. Finalmente, menciona entre las ventajas a la posibilidad que les da a firmas extranjeras de acceder al mercado estadounidense y agrega una segunda derivada de esta, consistente en la mejora que se produce en la gobernanza corporativa de la firma por la obligación de cumplir con los requerimientos del regulador norteamericano.

Respecto a las desventajas, y en sintonía con los demás autores analizados, hace notar que se produce el fenómeno de la selección adversa, por ser una vía utilizada por firmas más pequeñas y menos conocidas que aquellas que acceden vía IPO.

Elabora además un interesante análisis FODA⁴⁴ (ver Tabla 2) de las fusiones inversas en los Estados Unidos considerando que el dictado de normas adecuadas ayuda a reducir las deficiencias de información que normalmente aquejan a los inversores respecto a este tipo de firmas.

Tabla 2

Fortalezas	Debilidades
Menores costos	No hay apoyo de un <i>underwriter</i>
Mayor celeridad	Bajo movimiento inicial de la acción
Menores requisitos iniciales	Las cáscaras pueden ser riesgosas
Procedimiento menos complejo	
Independencia al estado del mercado	
Control del timing de salida	
Oportunidades	Amenazas
Útil para que pequeñas empresas con potencial salgan al mercado	Riesgo reputacional
Financiamiento PIPE	Posible descuento en el precio de la acción
Beneficios fiscales	

Fuente: Adaptación de Vermeulen (2014)

Pollard (2016), al hablar de las ventajas que muestra esta figura, menciona en primer lugar a la posibilidad que brindan de abstraerse de las condiciones del mercado, lo que sucede porque, o tienen financiamiento asegurado -PIPE o el de la cáscara- o salen pocas acciones a la venta. Agrega además como beneficios para la firma: el hecho de que la revisión de su información contable sea menos exhaustiva, tanto por parte del *underwriter* – por no contratar uno-, como del regulador -por el tipo de

⁴⁴ Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

trámite-; la velocidad del procedimiento, del cual también deriva una menor posibilidad de supervisión; y finalmente, un menor riesgo de ser demandado por los inversores en virtud de haber presentado información incorrecta, debido a que se rige por la *securities act de 1934* y no por la de 1933, que invierte la carga de la prueba, perjudicando a la firma demandada.

Por otro lado, entre las desventajas menciona principalmente los problemas derivados de no contar con un *underwriter*: no disponer de alguien que genere y sostenga el mercado secundario para las acciones, mayor dificultad para ser cubierto por analistas y también para acceder a los mercados más grandes.

Los riesgos del RM—La importancia del Due Diligence

En el caso de que la fusión inversa se lleve adelante a través de la adquisición de una cáscara que no sea un *SPAC* se torna particularmente importante la realización de un profundo y cuidado *due diligence*. Feldman (2018) destaca este tema debido a que al ser normalmente entes residuales de firmas que sufrieron dificultades económico-financieras -llegando incluso a atravesar procesos falenciales-, aumenta la probabilidad de encontrarse con una serie de problemas que puede resultar costosos, por ejemplo: convenios sin documentación respaldatoria, convenios de accionistas con cláusulas dañinas, juicios no registrados, etc.

Por ende, es muy importante analizar en detalle la estructura societaria y el historial de accionistas, el *management* y sus esquemas de compensación, las operaciones pasadas y los riesgos potenciales que puedan derivarse de las mismas -v.g. pasivos ambientales-, la calidad de los auditores y de las auditorías pasadas, entre otras.

3. Análisis empírico de las fusiones inversas – estadísticas relevantes

Gleason, Rosenthal y Wiggins (2004) realizaron el primer⁴⁵ trabajo exploratorio acerca de las fusiones inversas, su funcionamiento, las razones por las que una firma elegiría este procedimiento y los ganadores y perdedores que se dan con esta opción.

Para esto analizaron una muestra de 121 firmas que optaron por este procedimiento entre los años 1987 y 2001. Afirman que la misma abarca casi la totalidad de las fusiones listadas en los principales mercados de EEUU⁴⁶ y que los objetivos de su investigación son: “identificar las características y las motivaciones de las firmas que participan de fusiones inversas, investigar el rendimiento posterior a la fusión a corto y largo plazo e identificar los factores que contribuyen al éxito de las firmas que acceden al régimen de oferta pública a través de una fusión inversa”⁴⁷.

La Tabla 3 muestra la distribución de las fusiones inversas relevadas en esos años, pudiendo verse que tuvo su pico entre los años 1996 y 1999. A la vez, en el Gráfico 6 los autores realizan una comparación con 4740 IPO realizados en el mismo período y destacan las similitudes en el comportamiento de ambas formas, por lo que, al menos en base a esta comparación, no constituiría la fusión inversa una opción de salida al mercado “contra cíclica” -una de las ventajas que comúnmente se alegan en favor de la figura- que permite evitar los momentos de baja.

Tabla 3

Distribución por año		
Año de anuncio	Cantidad de anuncios	% de la muestra
1987	1	0.83
1988	0	0.00
1989	2	1.65
1990	4	3.31
1991	2	1.65
1992	6	4.96
1993	12	9.92
1994	8	6.61
1995	8	6.61
1996	15	12.40
1997	13	10.74
1998	13	10.74
1999	21	17.36
2000	9	7.44
2001	7	5.78
Total	121	100%

⁴⁵ Así lo afirman los autores, aclarando que lo es al menos hasta donde pueden conocer.

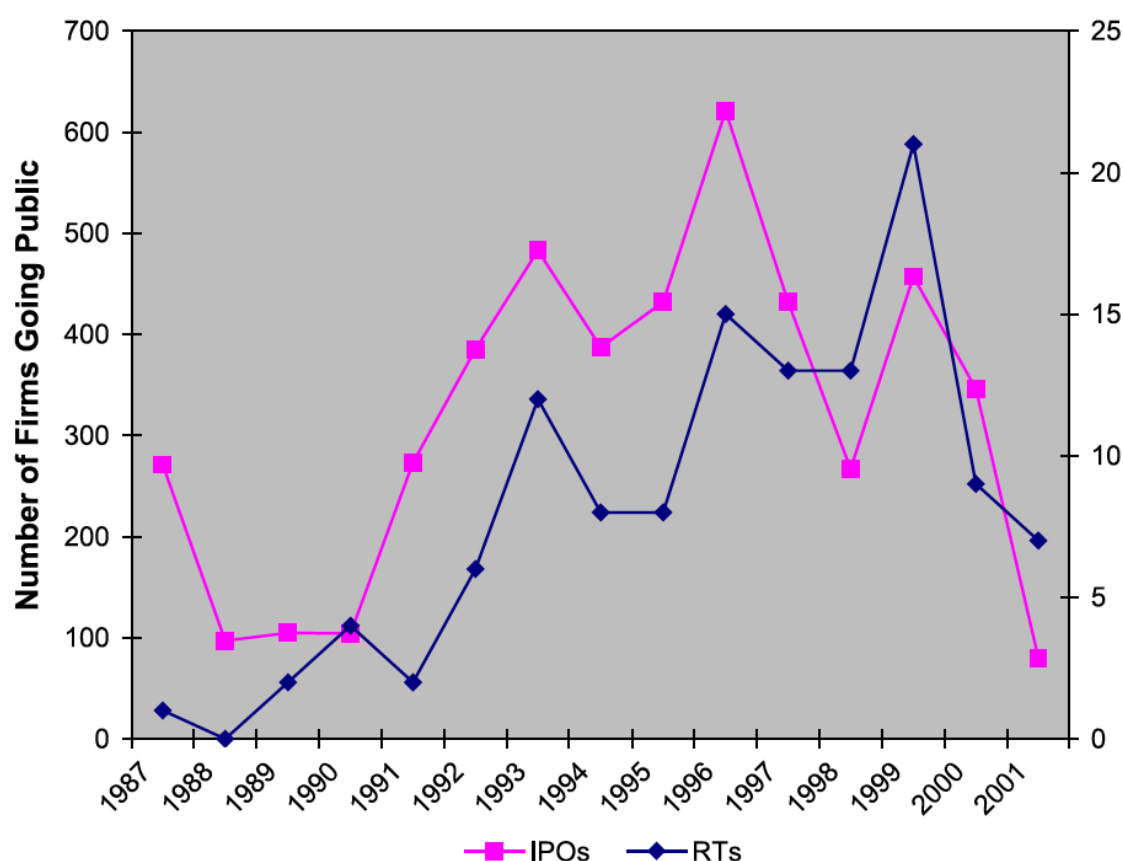
⁴⁶ NASDAQ, NYSE y AMEX

⁴⁷ “Specifically, our objectives are to identify the characteristics and the motivations of firms which engage in reverse takeovers, to investigate the short and long term performance outcomes following reverse takeovers, and to identify the factors which contribute to the success of firms obtaining a public listing through a reverse takeover.” La traducción es propia.

1987–1989	3	2.48
1990–1994	32	26.45
1995–1998	49	40.50
1999–2000	30	24.79
2001	7	5.78
Total	121	100%

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2004)

Gráfico 6



Fuente: Gleason et al (2004)

En cuanto a las motivaciones para elegir este procedimiento los autores mencionan aquellas que son normalmente citadas en “publicaciones de negocios”: la posibilidad de usar opciones para compensar a los directivos, lograr valuaciones más transparentes, el potencial de acceder a capital con mayor facilidad u obtener mayor liquidez. Agregan la posibilidad de que la firma quiera acceder al régimen de oferta pública pero no quiera emitir, al menos momentáneamente, nuevo capital. También hacen un análisis de la diferencia de costos expresando que incluyendo costos y comisiones del *underwriter*, asesores legales, auditores y los de registración, el mismo puede llegar a un 11% del monto de la operación en el caso del IPO tradicional⁴⁸, frente a un promedio del 2,72% en el caso de la fusión

⁴⁸ Usan como fuente el clásico trabajo de Ritter de 1998: Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.

inversa. Finalmente agregaron el argumento del tamaño de la firma: para las pequeñas es más fácil acceder por esta vía -se verá con más detalle en la Tabla 4-.

A fin de contrastar estos argumentos analizaron las “declaraciones de representación”⁴⁹ y entre las razones más citadas (ver Tabla 4) pueden encontrarse “la sólida posición financiera de la firma privada”, “(oportunidades de) crecimiento”, “complementariedad de las líneas de negocios”, “asuntos relativos al acceso a la oferta pública”.

Tabla 4

Razones citadas en presentaciones	Por la cáscara	Por la firma		Total
		privada	Por ambas	
Ninguna	0	0	8	8
Profundidad organizacional	4	2	3	9
Economías de escala	7	8	14	29
Unidades de negocios complementarias	10	7	30	47
Crecimiento	15	25	7	47
Solidez financiera de la controlante	43	16	4	63
Asuntos relativos al acceso al mercado	7	17	3	27
Diversificación	5	2	7	14
Total	91	77	76	244

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2004)

Los autores realizan también un análisis financiero de las cáscaras que participan de la operación, considerando que la opción más citada es “la solidez financiera de la firma privada” y como puede apreciarse en la siguiente tabla, descubren que estas son pequeñas -la media del activo no alcanza los u\$s 5M- y que media y mediana del ROA, ROE y margen neto son negativos lo que resulta consistente con el hecho de que normalmente son firmas que no poseen operación. Aclaran que no pudieron obtener datos de las firmas privadas debido a que la misma se encontraba incompleta o sin auditar.

Tabla 5

Cáscara en el año previo a la fusión inversa					
	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvío Estándar
Activos Totales (\$M)	4.95	0.16	362.18	0.0006	329.50
Valor de Mercado del Equity (\$M)	0.75	0.14	274.70	0.0006	3.06
ROA (%)	21.87	10.75	168.46	298.30	54.26
ROE (%)	42.44	6.70	548.54	145.10	184.00
Margen Neto (%)	21.80	7.35	29.57	468.20	57.41
Caja/Activos (%)	22.25	10.40	87.85	0.04	0.26
Deuda/Activos (%)	19.97	11.52	84.91	0.00	22.51

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2004)

⁴⁹ Se utiliza para referirse al *Proxy Statement* que es el documento que debe presentarse ante la SEC en forma previa a las asambleas y en el que consta información importante relativa a la firma (vg. Planes de adquisición, compensación de los directores, etc.)

Entrando al núcleo del análisis -las transacciones-, los autores observan: valor de la transacción, ratios de este contra activo de la firma pública y de la firma privada, tenencia accionaria que mantiene la firma privada, y costos/honorarios abonados por las firmas en relación con la transacción. Como puede apreciarse en la Tabla 6, la media del valor es de u\$s 97M (mediana u\$s31M); siendo su ratio contra activos de 249,5% y 173,4% (medianas de 137,1% y 171,3%) de las firmas privada y pública, respectivamente; el porcentaje obtenido por la firma privada tiene un promedio de 71,3% de las acciones -con un rango que va desde el 25% al 97,5% y el costo combinado -la suma de los fees correspondientes a ambas partes- es del 2,72% del valor de la transacción.

Tabla 6

Características de la Transacción						
	Cantidad	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvío Estándar
Valor de la Transacción (\$M)	118	97	31	1,354	2	216
VT/Valor Activos firma pública	118	173.40	171.13	640.60	83.00	64.27
VT/Valor Activos firma privada	118	249.50	137.10	250.75	30.00	26.80
Porcentaje obtenido por firma privada	119	71.3	70.00	97.50	25.00	14.92
Honorarios firma privada(\$M)	34	0.69	0.25	1.60	0.03	0.38
Honorarios firma privada (% VT)	35	1.90	0.61	4.06	0.06	0.01
Honorarios firma pública(\$M)	35	3.10	0.58	1.70	0.04	5.77
Honorarios firma pública (% VT)	35	0.82	0.63	1.26	0.12	0.36

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2004)

Agrega este estudio dos análisis interesantes a los fines del presente trabajo, que revisaremos a continuación. El primero examina la situación financiera de las firmas en tres períodos: al finalizar el año en que se produce la fusión y a uno y dos años de la fecha en que se produce. El segundo consiste en analizar distintas circunstancias que tienen que con los resultados post fusión: supervivencia, cambio de mercado en el que se listan, emisión de nuevo capital, decisiones de estrategia corporativa tomadas y qué fue lo que les ocurrió a las firmas que no lograron sobrevivir.

Tabla 7

Características financieras de las firmas que integran la muestra

	Cantidad	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvío Estándar
Panel A: firmas públicas a fin del año en que se produjo la fusión inversa						
Activos Totales (\$M)	108	636.23	24.49	54,868.98	0.48	5283.49
Valor de mercado del Equity (\$M)	95	178.88	33.10	8073.25	0.17	856.41
ROA (%)	105	34.06	3.75	55.87	602.29	83.90
ROE (%)	106	62.25	2.46	3460.16	5524.47	770.10
Margen Neto (%)	98	432.54	1.41	71.32	18,619.61	2172.52
Caja/Activos (%)	106	19.42	10.10	99.80	0.00	24.25
Deuda/Activos (%)	86	25.52	16.80	210.00	0.00	31.22

Panel B: firmas públicas un año
después de la fusión inversa

Activos Totales (\$M)	90	886.66	24.90	57,019.06	0.42	6092.49
Valor de mercado del Equity (\$M)	83	278.14	38.44	10,087.24	0.482	1142.04
ROA (%)	86	26.13	6.89	51.06	304.38	56.94
ROE (%)	82	43.51	9.22	1560.14	1193.0	308.78
Margen Neto (%)	76	90.38	3.48	44.06	3393.05	427,078
Caja/Activos (%)	86	14.78	5.05	98.30	0.00	20.91
Deuda/Activos (%)	76	35.13	26.90	198.83	0.00	37.91

Panel C: firmas públicas dos años
después de la fusión inversa

Activos Totales (\$M)	72	1182.35	26.56	60,516.88	0.429	7282.25
Valor de mercado del Equity (\$M)	68	277.02	38.46	6814.68	0.66	962.46
ROA (%)	70	25.22	4.80	21.34	542.22	70.10
ROE (%)	64	149.84	9.51	528.30	5190.74	687.82
Margen Neto (%)	68	163.98	3.30	46.24	2998.00	565.63
Caja/Activos (%)	71	15.99	5.10	91.80	0.00	23.45
Deuda/Activos (%)	64	31.19	25.77	87.54	0.00	24.36

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2004)

En la tabla precedente pueden verse, de acuerdo con lo que remarcan los autores, dos datos interesantes: el primero es que la cantidad de observaciones a dos años de la fusión son menores, lo que indica que hay firmas que han dejado de operar en ese período. El segundo es que los rangos de los distintos ratios observados son sumamente amplios y que ROA, ROE y Resultado Neto son en promedio -también la mediana- negativos, por lo que no puede verse en los primeros dos años una mejora general.

En la Tabla 8 que a continuación se inserta se analizan cinco dimensiones: supervivencia a dos años de la operación, cambio de mercado en el que cotizan, acceso a capital, decisiones estratégicas y desenlace de las firmas que no sobrevivieron. Son interesantes particularmente los resultados del panel A -menos de la mitad de las firmas se mantienen- y del panel C -apenas el 50% de las firmas emiten nuevo capital, cuando una de las razones principales del ingreso al régimen de oferta pública es poder acceder al mismo-, lo que indicaría que no es una opción que por sí misma genera grandes beneficios a las firmas que lo utilizan.

Tabla 8

Resultados post fusión inversa			
	Desenlace	Total	En problemas Operativas
Panel A: supervivencia 2 años después de la fusión inversa			
	Sobrevivió	56 (46.3%)	27 (48.2%) 29 (51.8%)

No sobrevivió	65 (53.7%)	17 (26.2%)	48 (73.8%)
Total	121	44 (36.4%)	77 (63.6%)
Panel B: cambio de mercado dónde se lista			
Subió	11 (9.1%)	6 (54.5%)	5 (45.5%)
Bajó	31 (24.7%)	24 (77.4%)	7 (22.6%)
Sin cambios	79 (66.1%)	14 (17.7%)	65 (82.3%)
Total	121	44	77
Panel C: acceso a capital			
Oferta pública	24 (19.8%)	8 (33.3%)	16 (66.7%)
Colocación privada	38 (31.4%)	18 (47.4%)	20 (52.6%)
Ninguna	59 (48.8%)	18 (30.5%)	41 (69.5%)
Total	121	44	77
Panel D: decisiones corporativas estratégicas			
Cambio de nombre	16 (13.2%)	13 (10.7%)	3 (2.5%)
Split inverso	24 (19.8%)	19 (15.7%)	5 (4.1%)
Unificación de acciones	5 (4.1%)	5 (4.1%)	0 (0%)
Recompras	18 (14.8%)	11 (9.1%)	7 (5.8%)
Litigiosidad	11 (9.1%)	5 (4.1%)	6 (5.0%)
Panel E: desenlace de las firmas que no sobrevivieron			
Excluidas/bajadas a OTCBB	33 (27.3%)	18 (14.9%)	15 (12.4%)
Adquiridas	25 (20.7%)	12 (9.9%)	13 (10.7%)
Quiebra	24 (19.8%)	12 (9.9%)	12 (9.9%)
Nueva fusión inversa	3 (2.5%)	2 (1.7%)	1 (0.8%)
Transformada a firma privada	4 (3.3%)	4 (3.3%)	0 (0%)

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2004)

Concluyen los autores destacando que las firmas que optan por esta vía tienen menores ROA en el año de salida al mercado, además de contar con menor liquidez y mayor probabilidad de tener problemas financieros, pero no muestran un menor ROE que firmas comparables que realizaron un IPO tradicional. En cuanto a los resultados que muestran las acciones luego de la operación, las de fusión inversa muestran mejor resultado en el corto plazo y similar en los tres años siguientes, aunque muestran mayor volatilidad y una liquidez que tiende a declinar a partir de los seis meses de realizada la operación.

Gleason, Jain y Rosenthal (2006) -2 de los 3 coautores del trabajo citado precedentemente- realizaron un nuevo estudio en 2006, en el cual efectúan un análisis de costos y beneficios del IPO tradicional frente a los métodos alternativos, para lo cual evaluaron tamaño, ganancias, atracción de inversores institucionales, estabilización de la acción y performance en el corto y mediano plazo del papel.

La muestra utilizada constó de 119 fusiones inversas realizadas entre los años 1986 y 2003 y listadas en NYSE, AMEX o NASDAQ, mientras que la de los IPO autónomos fue de 53 firmas para el mismo período. Por su parte, la muestra de control -IPO tradicionales- es tomada de la totalidad de los IPO realizados en los doce meses anteriores y se seleccionaron los de mayor parecido en base al código SIC⁵⁰ y al activo de la firma.

Hacen en primer lugar un análisis univariado -ver Tabla 9- en el cual comparan activos, ROA, ROE. Caja/Activos, distress-Z de Altman⁵¹ y Deuda/Activos de las firmas que realizan fusiones inversas, IPO autónomos y la muestra de IPO tradicionales un año antes y uno después de la oferta pública. A priori, en el año previo, medias y medianas son similares de activos, ROA y caja/activos, lo cual es de estricta lógica, ya que la muestra fue tomada en base a firmas de tamaños comparables. Si se ven diferencias en los ROE (negativos en firmas que buscan métodos alternativos y positivos en IPO tradicionales), en el Z de Altman, lo que indica que tiene menor probabilidad de quiebra aquellas que utilizan la fusión inversa y en el nivel de apalancamiento (las del IPO tradicional tiene un mayor ratio de deuda/activos).

En el año posterior, por su parte, puede verse que el ROA mejoró sustancialmente -aunque todavía sea negativo- en la muestra de control, como así también el ratio de liquidez y el Z de Altman, cuyo resultado mejoró sensiblemente para las firmas de la muestra de control y empeoró para las demás. Finalmente, puede verse en este análisis que si bien los ratios P/BV y P/Ventas son comparables en todos los grupos, el Valor de Mercado es muy superior en las firmas que utilizaron el IPO tradicional.

Tabla 9

	FI-IPO		IPO control	IPO control		FI-IPO A vs IPO	FI vs IPO	
	A	FI		FI-IPO A	FI			
	Media	Media		Media	Media			
	Mediana	Mediana		Mediana	Mediana			
				Estadístico T	Z de Wilcoxon	Estadístico T	Z de Wilcoxon	
Activos (\$M)	359.39	376.98	283.77	319.04	0.32	0.30		
	15.97	16.29	22.33	52.50	-0.37	-1.04		
ROA (%)	-22.83	-22.18	-24.31	-7.71	-0.70	-0.57		
	-8.77	-10.53	0.31	0.63	-1.02	-1.08		
ROE (%)	-13.49	-13.55	16.63	6.68	-2.80**	-3.76***		
	-1.03	-2.77	19.08	3.34	-2.77***	-3.56***		
Caja/Activos	20.80	22.96	24.88	21.57	-0.32	-0.90		
	8.83	10.30	12.10	10.22	-0.03	-1.09		
Z	2.49	3.92	0.27	0.42	1.14	1.14		
	1.92	2.38	2.01	2.15	-0.89	1.51		
Deuda/Activos	24.26	20.85	30.80	30.76	-1.27	-1.82*		
	17.64	13.80	20.35	20.15	-1.24	-1.83*		

⁵⁰ Standard Industrial Classification es el nomenclador de actividades económicas

⁵¹ Modelo que estima la probabilidad de quiebra en base a 5 variables: Capital de Trabajo/Activo, Resultados no asignados/Activo, EBITDA/Activo, Valor de mercado del equity/Activo, Ventas netas/Activo.

Panel B: Media y Mediana del año posterior a la salida al mercado

	FI-IPO		IPO control	FI-IPO A		FI vs IPO	FI vs IPO
	A	FI		FI-IPO A	FI		
	Media	Media	Media	Media	Estadístico T	Estadístico T	
	Mediana	Mediana	Mediana	Mediana	Z de Wilcoxon	Z de Wilcoxon	
Activos (\$M)	516.08	652.37	393.64	444.56	0.41	0.46	
	17.72	24.69	71.07	69.27	-2.98***	-3.00***	
ROA (%)	-32.19	-26.86	-8.57	-8.48	-4.17***	-3.15***	
	-4.27	-3.85	1.86	3.71	-4.19	-3.53	
ROE (%)	-9.96	-14.06	8.89	-7.40	-0.21	-0.85	
	-1.24	-2.35	4.06	6.13	-0.45	-1.10	
Caja/Activos	22.19	22.90	34.90	36.16	-4.54***	-2.65***	
	10.09	11.30	24.80	34.70	-3.90***	-2.43**	
Z	1.10	2.11	10.25	10.05	-4.86***	-4.86***	
	2.12	2.27	5.99	5.57	-5.03***	-5.03***	
Deuda/Activos	27.03	24.83	14.90	14.27	3.78***	3.78***	
	19.74	17.38	4.78	3.86	3.35***	3.35***	
Capitalización de Mercado (\$M)	75.96	58.67	487.30	638.88	-1.82*	-1.88*	
	19.60	16.53	110.86	140.72	-7.32***	-7.68***	
Precio/Valor libros	5.80	7.59	5.24	5.03	0.33	0.90	
	1.96	2.28	3.00	3.23	-1.99**	-1.29	
Precio/Ventas	9.57	7.14	6.13	6.58	0.98	0.92	
	0.23	0.21	0.25	0.23	-1.22	-1.	

***significativo al .01

**significativo al .05

*significativo al .10

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2008)

Otra variable que analizan es el retorno obtenido con una estrategia de *Buy and Hold* a 6, 12, 18, 24 y 36 meses después de la oferta pública. Particularmente interesante resultan los resultados, en los que puede verse que las firmas que acceden por fusión superan, en promedio y en el corto plazo el rendimiento de las que utilizan el IPO tradicional y que estas últimas recién emparejan los resultados hacia el tercer año, como puede apreciarse en la Tabla 10. Puede verse también que cuando la media se pondera por valor, los resultados de las firmas de fusión muestran peores resultados.

Tabla 10

Período (en meses)	N	Media (mediana) retorno <i>buy and hold</i>			Media ponderada (mediana) retorno <i>buy and hold</i>		
		Fusión Inversa	IPO	Z de Wilcoxon	Fusión Inversa	IPO	Z de Wilcoxon
6	119	22.81	-0.18	1.97*	-0.09	0.10	-1.42
		(-6.00)	(-12.45)	(1.66)*	(-0.01)	(-0.01)	(-0.25)
12	98	7.22	-4.85	0.96	-0.23	0.31	-1.29
		(13.79)	(-23.19)	(0.75)	(-0.02)	(-0.02)	(-0.05)
18	90	3.52	-1.55	0.32	-0.11	1.04	-1.02
		(-30.51)	(-18.31)	(0.55)	(-0.05)	(-0.02)	(-0.46)
24	85	11.17	3.93	0.49	-0.29	1.22	-1.15
		(-37.50)	(-21.74)	(-0.51)	(-0.05)	(-0.02)	(-1.39)
36	76	46.09	37.62	0.27	0.02	2.60	-0.98
		(-18.31)	(-16.04)	(0.13)	(-0.02)	(-0.01)	(-1.10)

***significativo al .01

**significativo al .05

*significativo al .10

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2008)

Las siguientes características analizadas son volatilidad y liquidez de la acción, para lo cual utilizan los mismos períodos que en el de retornos. La Tabla 11 muestra que la desvío estándar es inferior en las firmas que utilizan el IPO tradicional, lo que permite inferir un menor riesgo del papel.

Tabla 11

Volatilidad (desvío estándar)				
Período (en meses)	Cantidad	Fusión Inversa e IPO autónomo	IPO	Z de Wilcoxon
6	118	0.08	0.05	6.33***
		(0.07)	(0.04)	(6.00)***
12	98	0.07	0.05	4.78***
		(0.07)	(0.05)	(4.21)***
18	91	0.07	0.05	3.62***
		(0.06)	(0.05)	(2.90)***
24	84	0.07	0.05	3.72***
		(0.06)	(0.05)	(3.09)***
36	76	0.07	0.05	2.70**
		(0.06)	(0.05)	(2.16)**

***significativo al .01

**significativo al .05

*significativo al .10

Fuente: Adaptación de Gleason et al (2008)

Respecto a la liquidez, el análisis consistió en medir ese indicador, en los tres primeros años posteriores a la oferta pública, entendido como volumen negociado sobre cantidad de acciones en circulación, tomando para esto el promedio diario. El resultado muestra que las firmas que integran la muestra de control son mucho más líquidas.

Al momento de realizar las conclusiones, los autores destacan que las firmas que utilizan métodos alternativos para ingresar a la oferta pública muestran menor liquidez -caja/activos-, mayor riesgo de distress y mayor grado de apalancamiento al momento de hacer la operación. Por otra parte, luego de listarse, las firmas que lo hacen vía fusión inversa muestran retornos superiores en el corto plazo y similares en el mediano, mayor volatilidad y menor liquidez -de la acción-, particularmente a partir de los seis meses de salida al mercado. Lo expresado, sostienen, es que los métodos alternativos son viables ya que en varias de estas medidas muestran resultados afines al IPO tradicional.

En el año 2008, Adjei, Cyree y Walker analizan tres interrogantes para evaluar por qué una firma utilizaría la fusión inversa por sobre un IPO tradicional: primero, si las firmas que usan este método son de alguna manera distintas a las que realizan una oferta pública inicial tradicional y cuales son los motivos para optar por el primer método; en segundo lugar, si las firmas que eligen la fusión cumplen con los requisitos necesarios para listarse por la vía tradicional; y en tercer lugar, comparan la supervivencia de ambos grupos utilizando un modelo que estima la probabilidad condicional de ser excluidas del mercado.

La muestra utilizada consiste en 286 firmas que realizaron fusiones inversas entre los años 1990 y 2002. A la vez, cada una de estas está contrastada contra diez IPO realizados en el mismo período y que fueron similares también en términos de industria en la que se desenvuelven y mercado en el que cotizan.⁵² La muestra de control resulta, entonces, en 2860 firmas y el análisis de ambos grupos abarca tres años posteriores al momento de salida al mercado.

En cuanto a la comparación entre las firmas que utilizan los métodos mencionados, los autores encuentran que las firmas son sustancialmente diferentes en ambos casos -ver Tabla 12-. El activo promedio de la muestra de control es casi cinco veces superior a las firmas de fusión, el retorno sobre activos casi duplica al de estas, así como también lo hace la “edad” a la que salen al mercado. Coligen de esto que las firmas que utilizan la fusión inversa como modo de acceder al mercado son más pequeñas, muestran peores resultados y son firmas más jóvenes que las que utilizan el IPO tradicional.⁵³

Tabla 12

Variable	Fusión inversa				IPO tradicional			
	Media(SD)	Mín	Mediana	Máx	Media(SD)	Mín	Mediana	Máx
Activos (\$M)	136338 (543.813)	0.212	5.397	5,914.200	674859 (6971222)	0.100	25.300	274,614.000
ROA _(t-1)	0.075 (0.312)	-0.405	0.105	1.625	0.145 (0.595)	-1.667	0.0628	2.265
Antigüedad	7899 (9.267)	0.280	5.000	102.000	13265 (17958)	0.100	7.000	121.000

⁵² La relación de diez a uno es tomada por los autores debido a ser la misma que existe entre la totalidad de IPOs y fusiones inversas.

⁵³ Mencionan además que los resultados son consistentes con lo propuesto por el ya citado trabajo de Arellano-Ostoa y Brusco (2002)

Dummy	0.556 (0.498)	0.000	1.000	1.000	0.541 (0.498)	0.000	1.000	1.000
-------	---------------	-------	-------	-------	---------------	-------	-------	-------

Fuente: adaptación de Adjei et al (2008)

Respecto al cumplimiento de las formalidades para listarse en algún mercado, explican que estos tienen distintos estándares y que cada uno de estos está compuesto de una serie de requisitos y que una firma debe alcanzar uno de esos estándares si quiere cotizar sus acciones. Entonces, comparan activos, beneficios antes de impuestos e historia operativa de firmas de ambos grupos para determinar si cumplen con los requisitos previstos por los mercados principales. Como puede verse en la Tabla 13, es similar el resultado en cuanto a activos e ingresos totales y un poco mejor para las firmas que utilizaron fusión inversa en cuanto a beneficios antes de impuestos e historia. Así, estos resultados indican que no hay grandes diferencias entre ambos tipos de firmas, al menos en lo que a esta característica se refiere.

Tabla 13

Mercado	Requisitos particulares						Requisitos conjuntos							
	Activos totales e ingresos		Ganancia antes de impuestos		Historia operativa		Activos totales, ingresos y ganancias antes de impuestos		Activos totales, ingresos e historia operativa		Ganancia antes de impuestos e historia operativa		Activos totales, ingresos, ganancias antes de impuestos e historia operativa	
	RM	IPO	RM	IPO	RM	IPO	RM	IPO	RM	IPO	RM	IPO	RM	IPO
NNM	161	1,487	114	1,734	3	185	108	612	3	144	2	89	2	0
NSCM	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0	2	0	1	0	0	0
NYSE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5	32	2	0
AMEX	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10	16	0	0	0	0	0	0
Total	161	1,487	114	1,734	3	0	118	628	5	144	8	121	4	0
% de firmas listadas	56.29	51.99	39.86	60.63	1.05	6.47	41.26	21.96	1.75	5.03	2.79	4.23	1.39	0.00

Fuente: adaptación de Adjei et al (2008)

El tercer punto analizado por los autores es el de la probabilidad de que firmas de ambos grupos deban “salir” del mercado y muestran los siguientes resultados: en primer lugar, señalan que para el doceavo mes, 31% de las firmas que usan la fusión son excluidas, frente a sólo el 4% de las que realizaron un IPO y que a 36 meses estos porcentajes son de 42,7% y 27%, respectivamente. Con respecto al momento y la probabilidad de salida, el modelo que utilizan arroja como resultados que las firmas que llegan por fusión tienen como tiempo más probable para la exclusión el 24° mes con un porcentaje de 5,69% mientras que las firmas que realizan IPO tienen como mes más probable el 37° con el 5,12%.

Concluyen los autores señalando que el 98,6% de las firmas que utilizan la fusión inversa cumplen con los requisitos necesarios para listarse en los mercados, por lo que no es este un elemento determinante para optar por la fusión inversa. Sí demuestran sus resultados que es este un método que normalmente utilizan firmas más pequeñas, con peores resultados y menor antigüedad. Finalmente, respecto a la probabilidad de que la firma deba retirarse del mercado, muestran que en un período de

tres años es mucho mayor la chance de que las firmas que utilizan la fusión deban hacerlo e indican la consistencia de esta situación con la falta de un *underwriter* que sostenga el aftermarket de la firma.

Floros y Shastri (2009) realizan también un análisis comparativo entre fusiones inversas y IPO con la particularidad de que toman *PSIPO* (*Penny Stock IPO*), es decir, aquellas firmas que se listan directamente en mercados *Over The Counter* y que los autores consideran que son las que deben compararse con las firmas que realizan fusiones inversas por cuestiones de similitud entre ambos grupos. Mencionan además otra diferencia con los trabajos ya analizados de Gleason et al (2005) y Gleason et al (2006), que consiste en analizar no las características de la cáscara, sino las de la firma privada. La otra diferencia sustancial es la amplitud de la muestra de fusiones inversas, que consiste en 408 firmas que utilizaron la figura entre 1979 y 2006 (la muestra de *PSIPO* es de 213 firmas).

En la Tabla 14 muestran una comparación entre tamaño de las firmas, apalancamiento, inversiones (CapEx e I+D), FCF a ventas, margen neto, tamaño de la operación, una variable dummy referida estado de desarrollo de la firma que toma valor 1 para las de fusión y 0 para las de *PSIPO* y el cambio en la titularidad del capital accionario. Puede apreciarse que las firmas que optan por la fusión inversa son más pequeñas, tienen más deuda de corto plazo y menos de largo, menos inversiones, menor flujo de fondos libre y también un inferior beneficio neto. Resulta menor la dilución en las fusiones inversas, lo que constituye un indicador favorable a la figura.

Tabla 14

Característica financiera	Firma que usa Fusión Inversa	Firma que usa PSIPO	Z de Wilcoxon (p valor)
Activos Totales (\$M)	2.57	7.16	7.66 [0.00]
Ventas (\$M)	0.33	5.01	8.63 [0.00]
Pasivos corrientes/Activos Totales (%)	64	23	-8.51 [0.00]
Deuda de largo plazo/Activos Totales (%)	0	3	5.68 [0.00]
CapEx/Ventas (%)	2	4	3.77 [0.00]
I+D/Ventas (%)	0	5	6.73 [0.00]
FCF/Ventas	-1.79	-2.12	-0.45 [0.65]
Margen Neto (%)	-32	-9	5.71[0.00]
Tamaño de la operación (\$M)	3.77	5.5	-3.77 [0.00]
Dummy Estado de Desarrollo	1	0	-10.02[0.00]
Cambio en tenencia accionaria (%)	16	24	4.91[0.00]

Fuente: adaptación de Floros y Shastri (2009)

Incluyen también una regresión logística -Tabla 15- para evaluar los factores que pueden llevar a una firma a optar por uno u otro método de acceso a la oferta pública. En el mismo, la variable dependiente es una dummy que toma valor 0 si se utiliza IPO y 1 si es fusión inversa. En el modelo 1 incluyen sólo variables que denominan “de asimetría de información” (Activo, ROA, etapa de desarrollo); en el 2 agregan las “de mercado” (una dummy relativa a si realizan adquisiciones en los dos años siguientes); en el 3 “titularidad del capital” (cambios en los accionistas y existencia de capital de riesgo); en el 4 “liquidez e inversiones” (ratio de liquidez y capex/ventas) y en el 5

excluyen las variables que no han resultado estadísticamente significativas y cambian el ratio de I+D/ventas por la mediana de la industria.

Los resultados arrojan que las firmas que utilizan la fusión inversa son más pequeñas, tienen mayor probabilidad de realizar adquisiciones en el corto plazo, tienen bajo nivel de inversión, mayor nivel de inversores de riesgo y un menor cambio de la composición del accionariado.

Tabla 15

Variable	1	2	3	4	5
Intercept (Constante)	0.14 [0.00]	-0.04 [0.64]	0.08 [0.48]	0.06 [0.63]	-0.21 [0.08]
Activos	-0.03 [0.04]	-0.12 [0.00]	-0.11 [0.00]	-0.11 [0.00]	-0.19 [0.00]
ROA	-0.04 [0.05]	-0.04 [0.26]	-0.02 [0.46]	-0.03 [0.39]	-
Estado de desarrollo	0.19 [0.00]	0.28 [0.00]	0.21 [0.01]	0.25 [0.01]	0.0006 [1.00]
I+D/Ventas	-0.08 [0.06]	-0.13 [0.04]	-0.010 [0.15]	-0.09 [0.14]	-
I+D de la industria/Ventas	-	-	-		0.06 [0.00]
Dummy de adquisiciones con equity	-	0.47 [0.00]	0.49 [0.00]	0.50 [0.00]	0.37 [0.01]
Tamaño de la operación	-	0.01 [0.05]	0.01 [0.08]	0.01 [0.17]	0.01 [0.07]
Cambio en tenencia accionaria	-	-	-0.51 [0.12]	-0.37 [0.28]	-
Inversores de venture capital	-	-	0.29 [0.00]	0.34 [0.00]	0.30 [0.01]
Ratio de liquidez	-	-		-0.001 [0.56]	-
CapEx/Ventas	-	-		-0.45 [0.04]	-0.25 [0.09]
R ²	0.176	0.383	0.418	0.428	0.739

Fuente: adaptación de Floros y Shastri (2009)

En la Tabla 16, por su parte, puede verse que los autores repiten los modelos pero, esta vez, comparando contra firmas que realizan la fusión inversa aprovechando financiamiento *PIPE*. En términos generales los resultados son semejantes, pero puede verse que la variable “de mercado” no resulta significativa ya que las adquisiciones que realizan las firmas no son con acciones sino generalmente con efectivo.

Tabla 16

Variable	1	2	3	4	5
Intercept (Constante)	-0.09 [0.22]	-0.19 [0.12]	-2.31 [0.45]	-2.47 [0.61]	-0.008 [0.96]
Activos	-0.03 [0.07]	-0.18 [0.00]	-0.50 [0.00]	-0.55 [0.01]	-0.11 [0.03]
ROA	-0.11 [0.01]	-0.03 [0.50]	-0.0004 [1.00]	-0.00086 [1.00]	-
Estado de desarrollo	0.35 [0.00]	0.35 [0.00]	0.24 [0.29]	0.71 [0.09]	0.02 [0.88]
I+D/Ventas	-0.19 [0.02]	-0.46 [0.01]	-0.90 [0.03]	-1.28 [0.03]	-
I+D de la industria/Ventas	-	-	-	-	0.16 [0.00]
Dummy de adquisiciones con equity	-	0.25 [0.13]	2.17 [0.32]	2.50 [0.46]	-
Tamaño de la operación	-	0.02 [0.00]	0.01 [0.33]	0.01 [0.31]	-
Cambio en tenencia accionaria	-	-	-1.92 [0.05]	-2.61 [0.05]	-0.84 [0.10]
Inversores de venture capital	-	-	3.79 [0.21]	4.37 [0.36]	-
Ratio de liquidez	-	-	-	-0.04 [0.03]	-0.03 [0.02]
CapEx/Ventas	-	-	-	-0.05 [0.47]	-
Max-rescaled R2	0.315	0.495	0.796	0.920	0.772

Fuente: adaptación de Floros y Shastri (2009)

Entre las conclusiones a las que arriban los autores se encuentran algunos elementos que vale la pena destacar. Entienden que la fusión inversa es una alternativa válida para firmas que poseen una importante asimetría de información. Que las firmas que utilizan esta vía suelen ser más pequeñas (en términos de activos totales), tener peores resultados, encontrarse en una etapa más incipiente en cuanto a su desarrollo y tener por delante una importante inversión en I+D. Con estas condiciones, argumentan, es más probable que recurran a inversiones provenientes de *PIPE* que tener que aceptar un gran descuento al realizar un IPO. Les sirve además este tipo de financiamiento para tener los recursos necesarios para acceder a mercados de mayor volumen.

Otro elemento que enfatizan es que una razón fundamental para acceder al régimen de oferta pública - vía fusión inversa, en este caso- es que son firmas que cuentan con un plan estratégico de adquisiciones que les requiere tener acciones negociadas en forma pública a fin de poder utilizarlas como medio de pago.

Enfatizan, finalmente, que la fusión inversa es un método que sirve especialmente para aprovechar las mencionadas asimetrías de información, beneficiando a los que cuentan con información interna respecto a proyectos o inversiones estratégicas.

Floros y Sapp (2011) intentan un enfoque distinto: se centran en una muestra de 585 cáscaras y su comportamiento en el período 2006-2008, encontrando que estas tienen retornos anormales en el período de tres meses posteriores al acuerdo de fusión y que estos se deben a un premio derivado de la ilíquidez e incertidumbre respecto a la fusión que llevan aparejadas estas firmas. A los fines del presente trabajo resultan también interesantes algunos descubrimientos que realizan respecto a características de las cáscaras, sus accionistas y qué tipos de firmas las utilizan.

Puede apreciarse -ver Tabla 17- que la mediana de la capitalización de mercado de estas firmas es de u\$s 5,64 M y que el mismo se reduce en el tiempo⁵⁴. También vemos que el nivel de ventas, inversión en bienes de capital o en I+D y deuda es 0 ó cercano a 0 y solo cuentan con algo de caja, lo que demuestra que son firmas no operativas.

Tabla 17

Panel A: Medias	2006	2007	2008
Acciones ordinarias	-73.782	-177.780	-115.277
Acciones en circulación	30.134	40.989	30.134
Valor de mercado del equity	22.816	13.837	7.596
Activos totales	32.190	23.476	1.176
Ventas	74.095	54.881	0.585
Ingresos netos	0.619	1.442	-0.222
Caja	2.622	2.154	0.365
CapEx	0.551	0.295	0.171
I+D	0.060	0.011	0.011
Deuda total	7.485	4.754	0.128
Capital de trabajo	4.809	4.519	0.128
Panel B: Medianas	2006	2007	2008
Acciones ordinarias	-0.031	-0.107	-0.566
Acciones en circulación	8.322	9.165	9.102
Valor de mercado del equity	5.640	1.554	0.816
Activos totales	0.074	0.021	0.011
Ventas	0.001	0	0
Ingresos netos	-0.050	-0.054	-0.057
Caja	0.035	0.011	0.004
CapEx	0.001	0	0
I+D	0	0	0
Deuda total	0.005	0.001	0.025
Capital de trabajo	-0.028	-0.025	-0.045

Fuente: adaptación de Floros y Sapp (2011)

⁵⁴ Debe tenerse presente que en esta tabla se analizan 287 cáscaras que en el período analizado no encuentran una firma privada con la cual fusionarse.

Presenta el trabajo un interesante análisis acerca del riesgo que conllevan las cáscaras. La primera hipótesis de los autores es que al no tener activos más allá de la caja y no generar flujos de caja, estas firmas no guardan correlación con el mercado -a diferencia de los IPO que si lo hace, y en un alto grado-. Realizan una regresión de los retornos de las firmas y tanto el Beta como el R cuadrado son 0, por lo que sostienen que el riesgo ínsito en este tipo de firmas es plenamente idiosincrático.

Luego, utilizan la metodología de estudio de eventos sobre la parte de la muestra -298 firmas- que si completaron una fusión inversa. El período analizado abarca desde 30 días antes a la firma del acuerdo de fusión hasta 30 días posteriores. Puede verse en la Tabla 18 que el retorno alcanza el 15% en los días previos a la operación se duplica en los 30 días posteriores, alcanzando el 48% para el período completo.

Tabla 18

Panel A: Retornos Fusión Inversa				
Ventana de eventos	Media retorno anormal acumulado (estadístico t)	Mediana etorno anormal acumulado (z de Wilcoxon)	Media retorno anormal <i>Buy and Hold</i> (estadístico t)	Mediana retorno anormal <i>Buy and Hold</i> (z de Wilcoxon)
[-30, -1]	15.40 (2.74)	1.54 (4.08)	17.59 (3.29)	0.00 (1.36)
[0, +30]	32.68 (6.32)	12.52 (6.91)	29.55 (4.92)	2.09 (3.96)
[-30, +30]	48.08 (6.30)	21.77 (8.98)	39.60 (5.72)	7.35 (5.06)
[-5, +5]	28.94 (6.15)	4.56 (6.69)	34.48 (6.00)	3.04 (5.54)
[-30, +60]	57.66 (6.56)	34.09 (8.77)	32.66 (4.56)	2.41 (2.65)

Fuente: adaptación de Floros y Sapp (2011)

Otro elemento que analizan los autores es la liquidez, a través del volumen negociado, el porcentaje de firmas cuyas acciones están siendo negociadas y los *bid-ask spreads* durante el mismo período de 61 días y en la etapa previa al mismo. Encuentran que el volumen diario operado casi se duplica -de 15.100 a 28.800 acciones-, la cantidad de firmas cuyas acciones se operan pasa del 34,6% al 52,7% y se reduce un 20% el spread -de 18,4% a 14,9%- lo cual permite concluir que se incrementa considerablemente la liquidez de las firmas a partir de la fusión.

Respecto a qué tipo de firmas (privadas) utilizan la fusión inversa como método de ingreso al regimen de oferta pública, comparan las características de estas empresas contra aquellas que optaron por realizar un *PSIPO*⁵⁵. Puede apreciarse en la Tabla 19 -la información corresponde al año fiscal anterior a la salida al mercado- que las firmas que utilizan la fusión son menores en cuanto a sus activos -\$2,12 M frente a \$6,71 M-; tienen un peor ROA -(\$0,35 M) frente a (\$0,18 M)-; peor ratio

⁵⁵ Tal como había analizado en un trabajo anterior Floros (si bien con distinto coautor). La diferencia radica en que la muestra en este caso es por 298 firmas que utilizaron la figura entre los años 1990 a 2008, mientras en el anterior abarcaba a 408 firmas que lo hicieron desde 1979 a 2006.

de liquidez -0,81 frente a 2,12- y están más endeudadas, entre otras características, por lo que los autores entienden que estas firmas se orientan a obtener financiamiento *PIPE*. Mencionan además que el cambio en la titularidad de las acciones es menor, lo que demuestra que los accionistas son menos propensos a realizar el *cash out* en esta instancia.

Tabla 19

Característica Financiera (Mediana)	Firmas que usan Fusión Inversa	Firmas que usan PSIPO	z de Wilcoxon
Valor del equity negociado en la operación	4.89	0.78	8.97 [0.00]
Activos totales	2.12	6.71	7.62 [0.00]
ROA	-0.35	-0.18	4.16 [0.00]
Ratio de liquidez	0.81	2.12	10.58 [0.00]
Pasivos totales (% del activo)	0.82	0.37	9.17 [0.00]
CapEx (%)	0.02	0.04	3.12 [0.00]
I+D (%)	0.56	0.11	4.58 [0.00]
Cambio en tenencia accionaria	0.10	0.24	8.79 [0.00]

Fuente: adaptación de Floros y Sapp (2011)

Complementan el análisis de las firmas que utilizan esta vía con una regresión -Tabla 20- en la cual la variable dependiente es una dummy que toma el valor 1 si realiza fusión inversa y 0 en caso de *PSIPO*. Las variables independientes son el tamaño del *float* más *cash* al realizar la transacción, el ratio de I+D sobre activos, el ROA, el ratio de liquidez, una dummy de estado de desarrollo que toma valor 1 si los ingresos de la firma son menores a u\$s 0,5 M y/o sus gastos de I+D son mayores a los ingresos, una dummy de “adquisiciones” que toma valor 1 si realiza alguna adquisición con acciones en los tres años posteriores a la operación, pasivos, CAPEX sobre activos, VC/PIPE es una dummy que toma 1 si hay fondos de este tipo financiando la firma y la última es el cambio en la titularidad de las acciones luego de la operación.

Tabla 20

	Coefficiente	Estadístico z
Intercept (Constante)	0.51	1.38
Valor del equity negociado en la operación	-0.00	-0.29
Log (activos totales)	-0.48	-3.80***
I+D (%)	0.00	0.57
ROA	0.03	0.44
Ratio de liquidez	0.00	1.52
Estado de desarrollo	1.04	3.11***
Dummy de adquisiciones con equity	2.20	4.80***
Pasivo total	-0.00	-0.04
CapEx (%)	0.02	0.11
Inversores de venture capital o PIPE	2.27	5.62***
Cambio en tenencia accionaria	-4.23	-4.21***

R2	0.533
N (PSIPO)	127
N (Shell RM)	186

Fuente: adaptación de Floros y Sapp (2011)

Los resultados son consistentes con lo expresado previamente: las firmas que utilizan la fusión inversa muestran una mayor asimetría de información, son más pequeñas y se encuentran en una etapa de desarrollo anterior a las que utilizan el *PSIPO*. Tienen una mayor tendencia a utilizar el capital accionario para realizar adquisiciones y también es más usual que cuenten con el respaldo de fondos de *private equity* o *venture capital*. La otra característica saliente es que es menos probable que los accionistas *pre money* liquiden parte de sus tenencias.

En las conclusiones presentan otra hipótesis interesante respecto a las fusiones inversas: el atractivo de las cáscaras como inversión. Destacan los retornos que generan luego de la operación y mencionan como riesgos la iliquidez de la cáscara y la posibilidad que no se produzca una fusión, si bien debe mencionarse que esto se ve mitigado en el caso de las *SPAC/Blank Check*, en las que el inversor recupera su capital deducidos los gastos de administración.

Pollard (2016) crea también un modelo para evaluar las características de las firmas que utilizan el método de la fusión inversa -ver Tabla 21-. La variable dependiente en este caso también es una dummy toma el valor 1 si realiza fusión inversa y 0 en caso de IPO. Las independientes, medidas en el año anterior a la operación, son tamaño -1/activos totales-, caja -caja y equivalentes/activos totales-, ratio de liquidez, ROA, Industria -dummy que toma 1 si el rubro es hidrocarburos, biotecnología o IT-intangibles -activos intangibles/activos totales-, I+D -(I+D)/activos totales-.

Si bien no todas las variables son significativas, el modelo permite inferir que las firmas que optan por esta vía son más pequeñas, más ilíquidas y estar más concentradas en las industrias mencionadas.

Tabla 21

VARIABLES	Signo predicho	Coefficiente
Tamaño (1/Activos totales)	+	1.11*** (0.00)
Caja/Activos totales	-	-0.79*** (0.00)
Ratio de liquidez	-	-0.00 (0.79)
ROA	-	-0.08 (0.17)
Dummy industria	+	0.30*** (0.00)
Activos intangibles/Activos totales	?	-0.60** (0.01)
I+D/Activos totales	?	-0.31*** (0.00)
US	-	-1.46*** (0.00)

Intercept	-0.05
	(0.53)
Pseudo R2	0.45
<hr/>	
Número de observaciones 1,705	

Entre paréntesis se encuentran los p valores que son:
***significativo al .01, **significativo al .05, *significativo al
.10

Fuente: adaptación de Pollard (2016)

4. Consideraciones finales

4.1 Sumario

Se analizó en el presente trabajo la bibliografía más relevante para evaluar la figura de la fusión inversa como método de acceso al régimen de oferta pública. A partir de esa revisión se buscó como objetivo principal determinar si las ventajas que a priori exhibe esta opción superan los problemas que la misma presenta.

Primero, entonces, deben revisarse las ventajas y desventajas de ser una firma pública: las primeras consisten en obtener mejor acceso a financiamiento, posibilidades de acceder a capital, de realizar adquisiciones con acciones y usarlas como compensación para atraer mejor capital humano y, además, poder realizar un mejor seguimiento del *management* en virtud de los requisitos de información periódica que deben cumplirse. Por su parte, entre los inconvenientes de cotizar en el mercado se encuentran la priorización de resultados de corto plazo por sobre la búsqueda de valor a largo plazo, los incentivos a cometer fraude en virtud de esa priorización y los riesgos derivados de cumplir con los requisitos de información -en particular la posibilidad de que los competidores accedan a información sensible y los costos en tiempo y dinero que implica su cumplimiento-.

Asimismo, la fusión inversa como método para acceder a la oferta pública debe ser confrontada con las demás alternativas al IPO a fin de contar con los elementos necesarios para poder realizar una comparación que resulte útil a la hora de evaluar su conveniencia.

Con respecto a la figura en sí misma, el concepto -que no muestra muchas diferencias entre los distintos autores citados-, describe una operación de fusión entre una firma privada y una pública con la particularidad de que la adquiriente, que tiene operación y que va a obtener el control de la firma fusionada -normalmente los accionistas conservan casi la totalidad del paquete accionario de la nueva empresa- es la firma privada, siendo la compañía pública un mero instrumento que le permite ingresar al régimen de oferta pública evitando el trámite tradicional de la oferta pública inicial o IPO.

Existen distintos tipos de cáscaras que pueden utilizarse en esta operación: la firma “residual”, que es una compañía pública que se encuentra listada en un mercado autorizado y conserva algún activo pero ya no opera un negocio; la “*Blank Check Company*”, que es una firma sin plan de negocios o propósito -o que este consiste en fusionarse con alguna otra firma- y que además reúne los requisitos de depositar el 90% de los fondos reunidos y la totalidad de las acciones emitidas en una cuenta *escrow* hasta tanto se concrete la fusión, no exceder el plazo de 18 meses en concretar la operación y permitir que los inversores retiren su capital si la operación propuesta no es de su agrado; y finalmente la “*SPAC*”, que es una variante de la anterior y funciona esencialmente como un fondo de inversión -que realiza su propio IPO- con el propósito específico de adquirir una compañía ya existente y que, a fin de evitar ser vigilado de manera excesiva por el regulador, cumple normalmente los requisitos de la “*Blank Check*”, a pesar de que podría estar exceptuado de ellos.

El procedimiento en sí puede llevarse a cabo de varias maneras: la firma pública crea una subsidiaria que luego se fusiona con la firma privada, por lo que esta termina como subsidiaria de la primera, cuyo capital queda en manos de los accionistas de la firma absorbida; también en forma directa, lo que requiere aprobación por parte de los accionistas de ambas, así como del regulador, por lo que es un poco más costosa y lenta; y también podría realizarse a través un swap de acciones o haciendo que la cáscara adquiriera los activos de la firma privada. En cualquier caso, la compensación a los

accionistas de la cáscara puede consistir en el pago de una suma de dinero, la entrega de acciones de la nueva firma o una mezcla de las dos.

Al analizar las ventajas y desventajas puestas de manifiesto por los diversos autores, puede apreciarse que destacan más de una decena de beneficios potenciales -si bien las que casi todas comparten son sólo tres-, mientras que describen menos perjuicios, pero con mayor grado de coincidencia.

Las virtudes que destacan a la fusión inversa y en las cuáles no parece haber mayores disidencias son: los menores costos, los cuales son fijos y en general no superan los u\$s 500.000 frente a honorarios de alrededor del 7% de la operación de la oferta pública inicial -a lo que debe agregarse el monto “dejado en la mesa” por efecto del *underpricing*-; los plazos más breves, que van de dos a tres meses frente a nueve a doce del IPO; y la independencia del clima de mercado, ya que la firma no se ve afectada por los vaivenes del mismo.

Luego, se encuentran aquellas que no todos mencionan pero que igualmente vale la pena destacar: la liberación respecto del *underwriter*, que usualmente tiene una gran influencia sobre la firma mientras dura el proceso; la menor carga de trabajo que recae sobre el *management* -se refieren a trabajo que excede al que les corresponde por la operación normal de la firma-; el menor riesgo de dilución, atento a que el banco de inversión usualmente tiene el incentivo de alocar la mayor cantidad de acciones posible; la posibilidad de acceder a menor costo al mercado estadounidense; la mejora en la gobernanza corporativa que deviene de cotizar en ese mercado, lo que a la larga redundará en mayor transparencia y reducción de los costos de financiamiento; entre algunas otras que describen los diversos trabajos analizados.

En cuanto a las desventajas, en general coinciden los diversos autores en destacar, en primer lugar, las que derivan de la falta de *underwriter*: no se cuenta con ese esfuerzo de venta, ni con acceso a clientes por el lado de la compra, no se cuenta con un agente que actúe como *market maker*, es más difícil lograr que analistas cubran la acción y, algo importante, falta el *expertise* que tiene un banco de inversión en este tipo de operaciones.

Las otras desventajas descriptas son: el menor acceso a capital, al no emitir nuevas acciones o acceder a los mercados de menor tamaño; el cumplimiento de las reglas de *seasoning*, cuando procede; los pasivos contingentes que puede tener la cáscara, cuando es residual -y que determina el especial cuidado que debe tenerse al momento de hacer el *due diligence*-; y el riesgo reputacional de haber optado por este método en vez de por un IPO tradicional.

Por su parte, los estudios empíricos analizan distintos parámetros: tamaño y otras características de las firmas que optan por esta modalidad, performance de la acción post RM, volatilidad, liquidez, entre otros. La gran mayoría de estos estudian la totalidad de las fusiones inversas de un período y lo comparan contra muestras de IPO de firmas de similar tamaño, o de *Penny Stock IPO* o centran su análisis en modelos multivariados en los que examinan cuáles son las características que pueden llevar a una firma a optar por la vía de la fusión inversa.

Al igual que respecto a ventajas y desventajas de la figura, hay algunos elementos sobre los que hay coincidencia entre la casi totalidad de los trabajos y otros en los que no es que haya disidencias explícitas sino que no todos los autores los incluyen en sus análisis. A la vez, puede distinguirse los análisis realizados entre aquellos que se centran en las características de las firmas privadas y los que lo hacen sobre el comportamiento de la acción luego de la operación.

Respecto a las características sobre las que hay mayor coincidencia, en primer lugar debe decirse que esta vía la suelen utilizar firmas que muestran ROA menos robustos que aquellas que optan por realizar un IPO. Otros son que suelen ser firmas de menor tamaño -hablando de activos totales-; con un menor grado de desarrollo y/o más “jóvenes”; que realizan adquisiciones luego de la operación -lo que indica que es un incentivo importante para acceder al mercado-. También varios mencionan que son firmas con menor liquidez y mayor probabilidad de distress financiero y que resulta probable que cuenten con respaldo de financiamiento PIPE.

Con respecto al comportamiento de la acción luego de la operación -siempre en comparación con la acción de firmas que realizan un IPO-, las mismas suelen mostrar un mejor retorno en el corto plazo, si bien se empareja a mediano, y muestran mayor volatilidad, a la vez que su liquidez va declinando a partir de los seis meses de la operación.

4.2 Conclusiones

Ahora bien, una vez explicado el concepto de la fusión inversa y el procedimiento necesario para llevarla a cabo -en cualquiera de sus variantes- y descriptas las ventajas y desventajas, así como el resultado de distintos análisis empíricos realizados tanto sobre las firmas privadas y públicas que utilizan esta figura como sobre el comportamiento de la nueva empresa resultante de la operación, resta determinar si es un método útil para acceder al régimen de oferta pública y, en caso de ser afirmativa la respuesta, si lo es para todo tipo de compañías o sólo para algunas.

Es normal que las compañías, a medida que van desarrollándose, creciendo y, por ende, aumentando su necesidad de acceder a diversas fuentes de fondeo que le permitan optimizar su negocio y escalarlo, deseen abrir su capital ingresando al régimen de oferta pública y así poder usar el equity para realizar adquisiciones, recompensar al personal, permitir que los inversores iniciales monetizen sus tenencias o emitir nuevas acciones.

Debe decirse, aunque resulte una obviedad, que el IPO, cuyos costos y beneficios son por demás conocidos, no es la única forma de salir al mercado. Y que entre las diversas figuras descriptas se encuentra la examinada en el presente trabajo, que es la que mayores antecedentes posee.

En este sentido, la fusión inversa muestra claramente las ventajas de ser muy eficiente en costos y tiempos, además de permitir abstraerse del clima de mercado. Y constituye además una oportunidad para que firmas que no son estadounidenses accedan a ese mercado.

Respecto a los inconvenientes, no son temas menores el hecho de que no implica necesariamente un rápido acceso a nuevo capital, que no se cuenta con los beneficios derivados de contar con el respaldo de un banco de inversión y que hay riesgo reputacional, el cual surge de haber evitado el método tradicional.

No obstante las desventajas señaladas, corresponde hacer algunas salvedades respecto a las mismas: en primer lugar, la compañía puede no necesitar nuevos fondos -vg. porque han levantado suficiente en rondas privadas - o pueden no necesitarlos en forma urgente y realizar una emisión secundaria tiempo después de la fusión. Considerando este punto, puede no ser necesario contar con apoyo del underwriter -e igualmente debería medirse bien en cada caso el costo de su intervención frente a los beneficios que aporta-.

Respecto a la reputación de la firma, hay que evaluar que simultáneamente, y a pesar de hacerlo por una vía alternativa, el hecho de cotizar en un mercado autorizado y cumplir con los requisitos de información genera una mejora de imagen frente a toda la cadena de valor -en especial en firmas de mercados emergentes-, por lo que se relativiza el problema generado.

Finalmente, se concluye que, en términos generales, es una opción que resulta más interesante para firmas que quieren los beneficios de participar del régimen de oferta pública pero no tienen grandes necesidades de capital. Cabe agregar que resulta también una opción atractiva para que firmas no estadounidenses, que por tamaño y desconocimiento no son prima facie atractivas para que un banco de inversión reconocido los asista en un IPO, puedan acceder al mercado norteamericano. Igualmente, en cada caso particular corresponderá a la dirección de la compañía realizar una evaluación profunda de cada una de las alternativas disponibles para determinar cuál es la que mejor se adapta a las necesidades, posibilidades y tiempos de la empresa.

5. Glosario

Due diligence: auditoría legal y contable que se realiza sobre una firma en el proceso de fusión y/o adquisición para conocer su real situación patrimonial, financiera, laboral y fiscal.

Escrow: depósito de fondos o acciones ante un depositario que debe resguardar el activo hasta tanto el tiempo o la condición del contrato se cumpla.

Financiamiento PIPE: Private Investment in Public Equity, inversión que realizan distintos fondos adquiriendo acciones de firmas públicas a un precio menor al de mercado y a través de la cual esta se financia.

FINRA: Autoridad Regulatoria de la Industria Financiera. Organización no gubernamental aautorizada por la autoridad estatal estadounidense para supervisar a los *broker-dealers*.

Market Maker: firma de corretaje que además de llevar adelante su negocio mantiene ofertas de compra y venta de títulos a un precio especificado a fin de dotar de liquidez al mercado.

NASDAQ: mercado electrónico para la cotización de acciones. Segundo en importancia en los Estados Unidos.

NYSE: New York Stock Exchange, es el principal Mercado de acciones del mundo.

NYSE Amex: mercado especializado en acciones de firmas pequeñas (*small cap* y *micro cap*) y *Exchange Traded Funds*.

OTC: mercado electrónico (en realidad son tres plataformas) en el cual cotizan firmas muy pequeñas, firmas no estadounidenses (ADR), *shell companies* e incluso firmas que se encuentran en situaciones de *distress*.

Proxy Statement: documento que se presenta a los accionistas de una firma pública en forma previa a las asambleas referido a los temas que van a ser tratados en las mismas.

PSIPO: Oferta pública inicial de “penny stocks” -acciones cuyo valor no supera los u\$s 5-.

Roadshow: gira de presentaciones que se realizan a inversores previo a una oferta pública inicial a fin de interesarlos en las acciones que va a emitir la firma. Las realiza el *management* de la firma en forma conjunta con el *underwriter*.

Seasoning rules: regla establecida por la SEC por la cual las firmas que realizan una fusión inversa con una cáscara residual deben cotizar sus acciones por un plazo de año en los mercados OTC previo a poder listarse en uno de los mercados grandes.

SEC: Securities and Exchange Comission, agencia del gobierno federal estadounidense que tiene por objeto proteger al público inversor, asegurar la transparencia de los mercados y promover el crecimiento del capital

Statement Registration: formulario que debe presentarse ante la SEC en casos de fusiones o adquisiciones.

6. Bibliografia

1. Adjei, F., Cyree, K. B., & Walker, M. M. (2008). The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs. *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
2. Appadu, N., Faelten, A., & Levis, M. (2014). Reverse Takeovers: The Other Side of the Poor Man's IPO. Working paper. *Going Public in China* 299.
3. Arellano Ostoa, A., & Brusco, S. (2002). Understanding reverse mergers: a first approach.
4. Asquith, P., & Rock, K. F. (2011). A test of IPO theories using reverse mergers. Available at SSRN 1737742.
5. Aydogdu, M., Shekhar, C., & Torbey, V. (2007). Shell companies as IPO alternatives: an analysis of trading activity around reverse mergers. *Applied Financial Economics*, 17(16), 1335-1347.
6. Brenner, V. C., & Schroff, W. K. (2004). Reverse merger or IPO?. *Strategic Finance*, 85(11), 46.
7. Brock, J. (2002). Regulating the Reverse Takeover. *U. Toronto Fac. L. Rev.*, 60, 1.
8. Brown, P. R., Ferguson, A., & Lam, P. (2010). Choice between alternative routes to go public: Backdoor listing versus IPO. Available at SSRN 1897816.
9. Carpentier, C., Cumming, D., & Suret, J. M. (2012). The value of capital market regulation: IPOs versus reverse mergers. *Journal of Empirical Legal Studies*, 9(1), 56-91.
10. Chamberlain, T. W., & Joncheray, F. X. (2017). The Performance of Reverse Leveraged Buyouts: Another Look. *International Advances in Economic Research*, 23(3), 357-358.
11. Chen, Y., & Soileau, J. S. (2014). Does pedigree matter? Earnings quality of US listed domestic firms via reverse mergers. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), 573-595.
12. Darrough, M. N. (2015). The spillover effect of fraud allegations against Chinese reverse mergers. Available at SSRN 2545685.
13. Dasilas, A., Koulakiotis, A., & Vutirakis, P. (2009). Reverse takeovers: an alternative to the IPO?. *International Journal of Financial Services Management*, 4(1), 11-20.
14. Dolbeck, A. (2002). Reverse mergers: An alternative to the IPO?. *Corporate Growth Report Weekly*, (1208), 1-1.
15. Feldman, D. (2012). Reverse Mergers+ PIPEs: The New Small-Cap IPO. *PIPEs: A Guide to Private Investments in Public Equity*, 2nd, Revised and Updated Edition, 243-260.
16. Feldman, D. N. (2010). Reverse mergers: and other alternatives to traditional IPOs (Vol. 50). John Wiley & Sons.
17. Feldman, D. N. (2011). Comments on seasoning of reverse merger companies before uplisting to National Securities Exchanges. *Harv. Bus. L. Rev. Online*, 2, 140.
18. Feldman, D. N. (2018). Regulation A+ and other alternatives to a traditional IPO.
19. Floros, I. V., & Sapp, T. R. (2011). Shell games: On the value of shell companies. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 850-867.
20. Floros, I. V., & Shastri, K. (2009). A comparison of penny stock initial public offerings and reverse mergers as alternative mechanisms to going public. Available at SSRN 1460979.
21. Givol, D., Hayn, C., & Lourie, B. (2014). Importing accounting quality? The case of foreign reverse mergers. *The Case of Foreign Reverse Mergers* (January 1, 2014).
22. Gleason, K. C., Jain, R., & Rosenthal, L. (2006). Alternatives for going public: Evidence from reverse takeovers, self-underwritten IPOs, and traditional IPOs. *Self-Underwritten Ipos, and Traditional Ipos* (March 15, 2006).
23. Gleason, K. C., Rosenthal, L., & Wiggins III, R. A. (2005). Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 54-79.

24. Jambal, K., Lee, B. S., Lee, S. W., & Park, K. (2012). Reverse Takeover and Firm Survivability.
25. Jindra, J., Voetmann, T., & Walkling, R. A. (2012). Reverse mergers: the Chinese experience.
26. Kyfonidou, M. (2015). Reverse Takeover: an alternative mechanism to go public.
27. Lee, C. M., Li, K. K., & Zhang, R. R. (2014). Shell Games: Are Chinese reverse merger firms inherently toxic?. Stanford Graduate School of Business.
28. Makamson, E. L. (2010). The reverse takeover: implications for strategy. *Academy of Strategic Management Journal*, 9(1), 111.
29. Nahoum, G. (2006). Small cap companies and the diamond in the rough theory: dispelling the IPO myth and following the regulation A and reverse merger examples. *Hofstra L. Rev.*, 35, 1865.
30. Ojha, S., Maheshwari, R., & Jain, S. (2013). Reverse Mergers: The Way Forward. *IOSR Journal of Business and Management*, 10.
31. Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The journal of finance*, 53(1), 27-64.
32. Pavkov, A. R. (2005). Ghouls and Godsend-A Critique of Reverse Merger Policy. *Berkeley Bus. LJ*, 3, 475.
33. Pollard, T. (2016). Sneaking in the back door? An evaluation of reverse mergers and IPOs. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), 305-341.
34. Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
35. Santoso, W. BACKDOOR LISTING STRATEGY: DOES IT MATTER FOR PERFORMANCE IMPROVEMENT?. ON ECONOMICS AND BUSINESS 2016, 101.
36. Semenenko, I. (2011). Reverse merger waves, market timing and managerial behaviour. *International Research Journal of Applied Finance*, 2, 1453-1481.
37. Shin, H. (2019, July). Institutional Arbitrages, Institutional Change, and Reverse Merger Firms' Performance. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2019, No. 1, p. 15142). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
38. Sjostrom Jr, W. K. (2007). The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2, 743.
39. Svensson, J., Thorstensson, M., & Fältmars, H. (2008). Reverse Takeover: A Back Door to the market.
40. Vermeulen, E. P. (2014). Rules on Backdoor Listings: a Global Survey. *Indonesia-OECD Corporate Governance Policy Dialogue*, 2015-2.
41. Vermeulen, E. P. (2015). High-tech Companies and the Decision to go Public: Are Backdoor Listings Still an Alternative to Front-Door Initial Public Offerings. *Penn St. JL & Int'l Aff.*, 4, 421.
42. Wang, J. G., & Yang, J. (2016). All Roads Lead to Rome—Reverse Merger Financing. In *Financing without Bank Loans* (pp. 127-136). Springer, Singapore.