

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Finanzas

Análisis del “boom” de las SPACs post pandemia COVID-19

Autoría: Nass, Denecio Agustín
Año académico: 2023

¿Cómo citar este trabajo?

Nass, D. (2023) “Análisis del “boom” de las SPACs post pandemia COVID-19”. [*Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella*].
Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella
<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12062>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023

Alumno: Denecio Agustín Nass

Tutor: Fabiana Penas

Análisis del “boom” de las SPACs post pandemia COVID-19

Índice

Índice	2
Resumen.....	4
Introducción:	5
Marco Teórico.....	6
Definiendo a las Ofertas Públicas Iniciales (IPO)	6
Concepto	6
¿Por Qué las Empresas Recurren al IPO?	6
Principales Beneficios de Recurrir a un IPO	7
Principales Desventajas de Recurrir a un IPO	8
El Paso a Paso del Proceso de IPO	9
El IPO Desde la Óptica del Inversor	11
La Medición del Éxito en un IPO	11
Conceptualizando las SPACs.....	12
Definición	12
Ciclo de Vida de Una SPAC	12
Los Warrants y su Importancia	17
Rescates o Redemptions	19
Diferencias Respecto a un IPO Tradicional.....	21
Los Riesgos Para un Inversor No Sofisticado.....	24
Un poco de Historia	25
Su Antecesor: Las Compañías de “Cheque en Blanco”	25
Los Abusos de los Años 80 y la Ley PSRA (Penny Stocks Reform Act).....	25
La Regla 419 de la SEC	26
SPACs de Primera Generación 1992-1999	27
SPACs de Segunda Generación 2003-2011	27
SPACs de Tercera Generación 2011 a 2016.....	27
SPAC-Boom: la Cuarta Generación 2017 a la Actualidad	28
Desarrollo.....	28
Los Años de Auge de las SPACs:–2019 - Actualidad	28
Los Mercados Financieros en los Últimos Años.....	28
El Rol de la Reserva Federal y los Bancos Centrales del Mundo	30
SPAC-Manía.....	32
El Boom de SPACs: 2020-2021.....	32
El Rol de los Sponsors, Venture Capital y Private Equity	38
El Rol de Los Famosos o Celebridades	40

La Gran Caída del Año 2022	42
Las SPACs Unlocks o Desbloques de Venta	43
Perspectivas a Futuro de las SPACs	44
Los abusos de las debilidades del sistema	45
Nuevas Regulaciones: Propuesta de la HFSC (House Financial Services Committee).....	48
Nuevas Regulaciones: Propuesta de la SEC	49
¿Qué Esperar de los Próximos Años?	52
2023: un Año Clave Para las Liquidaciones de SPACs.....	52
Performance de las SPACs	54
¿Qué Beneficios Mantendrían las SPACs por sobre un IPO tradicional post Regulaciones?	57
Clave Para Sobrevivir N° 1: la Calidad de la Información de las Proyecciones.....	58
Clave Para Sobrevivir N° 2: la Dilución de los Accionistas.....	58
Brechas Regulatorias no Cubiertas	59
¿Volveremos a ver niveles de emisiones, en monto y cantidad, similares a 2020 y 2021? ...	60
Conclusión	62
Glosario.....	63
Bibliografía	65

Resumen

En el presente trabajo se proporciona un análisis de las SPACs (Compañías con Propósito Especial de Adquisición), realizando una revisión exhaustiva de la literatura existente sobre la materia. Se brindan los principales conceptos relacionados con el instrumento y aspectos relevantes de su evolución histórica. Se hace especial énfasis en lo ocurrido desde el año 2019 hasta la actualidad, analizando las causas y consecuencias de la mayor actividad de emisiones de SPACs en la historia. Se muestran las ventajas y desventajas del instrumento al empresario que busca financiarse y, se clarifican los principales riesgos y beneficios para el inversor minorista, de la inversión de capital tanto en una SPAC IPO, como en una fusión de-SPAC. Por último, se cuestiona el rol de los participantes en la transacción y el papel de los reguladores en la historia reciente y la sostenibilidad a futuro del modelo. Del análisis realizado surge que, a pesar de tratarse de un instrumento con muchas cualidades y de gran utilización en el mercado, resulta poco probable que se vean nuevos niveles récord de emisiones en los próximos años en los EE. UU., aún con la implementación de mejoras en su estructura por parte de los reguladores.

Introducción:

Las *Special Purpose Acquisition Companies* o Compañías con Propósito Especial de Adquisición (SPACs), “son un vehículo de inversión pública, creados para fusionarse con una empresa privada y por lo tanto hacerla pública” (Klausner et al., 2021). En otras palabras, ese vehículo, es una empresa que no tiene operaciones y se crea para recaudar capital público a través de un IPO, para posteriormente aplicar a la fusión con una empresa privada, convirtiéndola en pública. Esta simplicidad a nivel de definición esconde una complejidad enorme en cuanto a su funcionamiento y ha sido objeto de amplio debate en los últimos años. Si bien las SPACs existen desde la década del '90, a partir del año 2019 toman mayor relevancia con transacciones que llegaron a superar en cantidad y en monto a las IPOs tradicionales en los EE. UU. Es por ello que, en las finanzas actuales es indispensable contar con un conocimiento robusto del funcionamiento de las SPACs, para poder conducir con criterio decisiones de financiación de empresas que busquen hacerse públicas y de inversores que procuren la obtención de retornos financieros.

En el presente trabajo se realiza un análisis exhaustivo de las SPACs: se definen los principales conceptos relacionados, los aspectos diferenciales respecto a un IPO tradicional, qué riesgos adicionales conlleva esta alternativa, cuáles son las características salientes de este tipo de salida al mercado y cómo es su ciclo de vida. Además, se realiza una síntesis de los principales eventos históricos que marcaron hitos relevantes, desde el nacimiento de las SPACs hasta principios del año 2019, donde se ubica el punto de inflexión donde se enfoca el análisis contenido en el trabajo. El desarrollo está centrado en un análisis acerca de lo acaecido entre finales del año 2019 y la actualidad en el mundo de las SPACs, a través de una revisión de la literatura existente sobre la temática.

En trabajo se encuentra dividido en al menos cuatro grandes bloques: Contexto, SPAC-Manía, Debilidades Aprovechadas y Respuesta Regulatoria y 2022: ¿Corrección de Puntos Débiles y Continuidad o Principio del Fin? En cuanto al contexto, se analiza la tendencia de los mercados en general a principios del año 2020, con un comportamiento alcista que venía desde fines de la crisis del año 2008/2009, hasta la caída generalizada producto de la pandemia COVID-19. Se describe la respuesta de la Reserva Federal de los Estados Unidos y los bancos centrales de la mayoría de los países del mundo, bajando las tasas de interés, en muchos casos llevándolas al 0%, y además estableciendo programas de compras de activos financieros. Estos eventos, según Kämmerer et al. (2022), resultaron clave para el auge posterior de las SPACs. Luego, se conceptualiza la SPAC-Manía, donde las SPACs comienzan a cobrar mayor notoriedad y alcanzan un nivel nunca visto. En el año 2021 la cantidad de SPAC, en los EE. UU., llegó a un récord de 610 emisiones, y en montos de emisión un pico de 160 mil millones de USD. Se analizan las principales causas que contribuyeron a alcanzar esos niveles. En el tercer bloque, se realiza un análisis de las debilidades de la estructura de las SPACs y cuáles fueron las respuestas regulatorias para intentar mitigar esas debilidades y robustecer el instrumento. Por último, se analizan las consecuencias e impactos que estas regulaciones puedan tener sobre las SPACs, que en conjunto con la turbulencia de los mercados globales, han contribuido a la cancelación de numerosas operaciones de fusión y una disminución significativa de nuevas emisiones volviendo a niveles previos a la pandemia COVID-19.

Dos factores clave, podrían haber tenido una importante incidencia en la ralentización de las transacciones. En primer lugar, las propuestas regulatorias importantes, promovidas por la Comisión Nacional de la Bolsa de Valores de EE. UU. (SEC), que podrían causar efectos permanentes haciendo menos atractivo la oferta pública vía SPAC. Otro punto importante, es el arrastre que han tenido los mercados en general y el crecimiento de la aversión al riesgo por parte del público inversor, haciendo menos atractiva también a las empresas una apertura de su capital. Luego del análisis de la información disponible y el debate entre diversos autores que analizan el tema, se propone como conclusión, el panorama para los próximos años del instrumento y el rumbo que debería tomar el futuro de las SPACs según lo analizado y expuesto a lo largo del desarrollo.

Marco Teórico

Definiendo a las Ofertas Públicas Iniciales (IPO)

Concepto

Según la consultora Deloitte (2023), se podría definir a las Initial Public Offerings (IPO) u Oferta Pública Inicial, como el proceso a través del cual una empresa, inicialmente de capitales privados, ofrece acciones representativas de su capital en el mercado, convirtiéndose desde ese momento en una empresa pública. En general, esta oferta pública de acciones se realiza por un porcentaje minoritario de la compañía, sin que llegue a implicar un cambio en el control accionario respecto a los derechos políticos dentro de la empresa.

Existen tres modalidades diferentes de Oferta Pública Inicial según de donde provengan las acciones que se van a ofrecer al mercado. Según Brealey et al. (2011), en primer lugar, puede tratarse de una oferta primaria, donde se emiten nuevas acciones y por lo tanto se produce un aumento de capital. El segundo caso, es una oferta secundaria, donde se ofrecen acciones ya existentes que están en manos de accionistas que buscan monetizar su tenencia o hacer “cash-out”. Esta modalidad implica un cambio de dueños sin incremento de capital. Por último, tenemos el caso de una oferta combinada, donde conviven tanto oferta primaria como secundaria en la misma emisión y, por lo tanto, existen tanto un aumento de capital como una monetización de accionistas.

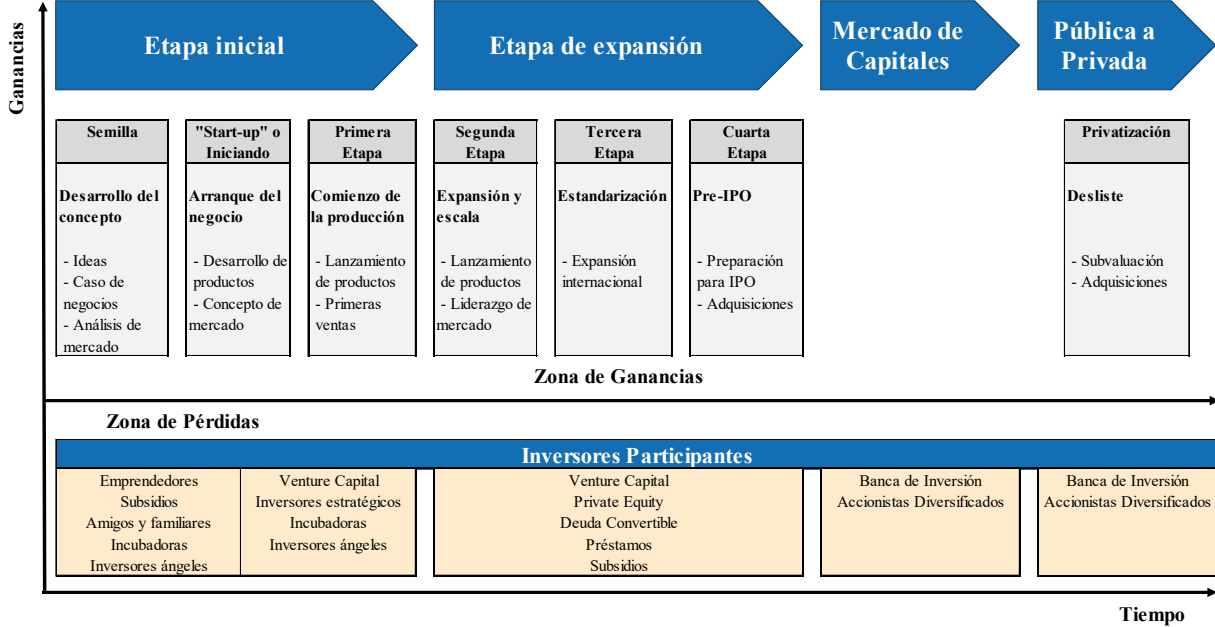
¿Por Qué las Empresas Recurren al IPO?

De acuerdo con Wilson, K. (2015), un primer motivo que vale destacar es que la empresa se encuentra en una etapa de su vida donde tiene necesidad de financiamiento a gran escala y el mercado de capitales es una fuente que permite acceso a inversores institucionales que pueden satisfacer esa necesidad de la empresa. Parte de la teoría sostiene que las empresas en general transitan un camino natural parecido, desde su nacimiento hasta su madurez. La Figura 1 ilustra el recorrido en general de las compañías respecto a los participantes y las diferentes fuentes de financiamiento y con relación a la etapa de negocios en la que se encuentran.

Como segundo punto importante, aparece la posibilidad de monetización de accionistas existentes, dentro de los cuales se encuentran los fundadores por un lado y por otro lado inversores privados, normalmente fondos de Private Equity o Capital Privado, que cumplieron su objetivo de inversión y buscan realizar sus ganancias vendiendo su tenencia de la compañía. Es un momento donde la empresa ha crecido y por su tamaño necesita un público inversor que pueda aportar grandes cantidades de capital y el mercado de capitales es prácticamente el único capaz de hacerlo.

Figura 1

Etapas de vida de una empresa y principales inversores participantes



Fuente: Adaptado de Wilson, K. (2015). Policy Lessons from Financing Innovative Firms. [Lecciones Políticas Para Empresas Innovadoras] OECD, p. 8.

Principales Beneficios de Recurrir a un IPO

De acuerdo con los autores Brealey et al. (2011), la posibilidad de obtener financiamiento a gran escala es uno de los objetivos de la gran mayoría de las IPOs, y ese financiamiento no se limita solamente a la primera emisión, sino que, además, abre la puerta para lo que se conoce como *follow-on offerings* u oferta pública de seguimiento, donde las empresas realizan oferta pública de acciones posterior al IPO. Según la definición del Instituto de Finanzas Corporativas (CFI, 2023), puede tratarse de un *diluted follow-on* u oferta de seguimiento diluida, donde el objetivo principal es obtener financiamiento adicional, típicamente para reducir deuda y mejorar la estructura de capital de la empresa, por lo tanto, se concreta con la emisión de nuevas acciones para ofrecerlas al mercado. La otra posibilidad es que sea un *non-diluted follow-on* u oferta de seguimiento no diluida, donde tenedores existentes, en general fundadores, directores o fondos de capital privado invertidos desde el pre-IPO, buscan monetizar sus tenencias y ofrecen sus acciones en el mercado, lo que implica que no habrá emisión de nuevas acciones.

En segundo lugar, Hunsaker (2017), agrega que el IPO, por el tamaño del mercado al que se accede, permite el cash-out de inversores existentes. En muchos casos es la oportunidad de los fundadores, con una empresa ya madura, de hacerse de liquidez a través de la realización de parte de su tenencia accionaria; además, en muchos casos, también es un momento a partir del cual directores o gerentes que han tenido o tienen parte de su compensación en acciones puedan hacerse de liquidez. Otro de los grandes interesados, y que desde su etapa de entrada a la compañía tienen en mente una salida vía IPO, son aquellos inversores privados que financiaron a la empresa en sus estados iniciales, con el objetivo de hacerla crecer multiplicando su tamaño y que cumplieron su horizonte objetivo de inversión.

El mismo autor, agrega que, si bien la Oferta Pública Inicial genera movimientos en el capital o *equity* de la empresa, también genera un efecto colateral, no inmediato en toda la estructura de capital de la empresa, particularmente tiene efectos en el mediano-largo plazo en su deuda. Para que una empresa llegue a concretar una oferta pública de sus acciones, transita por un largo proceso de preparación y de fortalecimiento en sus procesos internos, cuestiones financieras, contables, fiscales y legales. Todo este

proceso termina de robustecer y transparentar la información acerca del funcionamiento de la empresa, dando mayor apertura hacia los mercados, que también son una gran fuente de financiamiento a través de la compra de deuda corporativa. La compañía pasa a ser conocida y tener una imagen pública, que ciertamente deberá ser cuidada, pero en principio un IPO exitoso la deja mejor posicionada ante el público inversor, lo que implica mejores condiciones para financiarse con futuras emisiones de deuda.

¿Cuál es el valor de una empresa privada? Es una pregunta extremadamente difícil de responder y quizá hasta en ocasiones muy subjetiva, con el agregado de que en general en las empresas privadas la información que dispone cada participante puede ser muy diferente. Ahora bien, una empresa con cotización pública tiene una valuación hecha en tiempo real por el mercado, en base a las decisiones de millones de participantes con la misma información disponible. Se podrán llegar a valuaciones mayores que en el mercado privado, en el caso de IPO exitosos, muy comunes los últimos años en las compañías tecnológicas o de proyección de crecimiento rápido. Además, una valuación convalidada por el mercado de capitales permite hacer una comparativa o *benchmark*, con empresas competidoras u otras de interés, comparando indicadores operativos como financieros que contribuyen a la toma de decisiones estratégicas, ya sea de crecimiento o desinversión.

Derivado de la valuación justa hecha por el mercado, las acciones de la compañía pública pasan a ser una moneda de cambio. Esto amplía las posibilidades de utilizar las propias acciones de la empresa como medio de pago, en transacciones de Fusiones y Adquisiciones o M&A (*Merger and Acquisitions*), que puedan representar oportunidades de crecimiento y en consecuencia permite a la empresa expandirse o escalar el negocio de manera más rápida. También es importante notar, que se amplía el público inversor y seguramente habrá más interesados en concretar transacciones con la empresa en negocios de M&A. Además, la compañía gana fortaleza en su imagen, ya que pasa a ser reconocida en el mercado a través de la participación y confianza otorgada por otros inversores.

Hunsaker (2017), también menciona que la empresa pasa a tener una imagen y una reputación, que en el caso de que tengan una explotación y un cuidado adecuado puede resultar en importantes beneficios. Una empresa con imagen positiva tiene una posición de privilegio con la cual se podrán negociar términos y condiciones más favorables con proveedores y/o clientes, ya sea existentes o la captación de nuevos interesados. Estas sinergias positivas pueden darse tanto desde el punto de vista operativo, con nuevas alianzas o socios comerciales, como desde la óptica financiera con un tratamiento diferencial, por ejemplo, de las entidades bancarias con las cuales se mantiene relación crediticia.

Principales Desventajas de Recurrir a un IPO

Como se ha analizado anteriormente, existen grandes beneficios a la hora de la salida a cotización pública a través de un IPO, pero también es importante tener en cuenta qué riesgos asociados conlleva y a qué cosas prestar especial atención ya que también existen aspectos desfavorables. Hunsaker (2017), también enumera algunos aspectos desventajosos de la cotización pública.

Una de las principales contras cuando una empresa pasa a tener capital público, hecho que también puede ocurrir en cualquier proceso de ampliación de capital, es la dilución de los accionistas existentes y hasta la pérdida del paquete de control accionario. Si se trata de una oferta primaria, todos los accionistas resultan diluidos con la nueva emisión, es decir, que una vez completada la operación *post-money* o después del dinero, pasarán a tener un porcentaje menor de la empresa del que tenían inicialmente *pre-money* o antes del dinero. En el caso de una oferta secundaria, aquellos que decidan vender sus acciones, pasarán a tener un porcentaje menor de la compañía, e incluso puedan quedarse con un porcentaje que ya no les permita tener la mayoría de los votos en las Asambleas de Accionistas y por lo tanto perder poder de decisión en la empresa. Esto puede traer consecuencias, tanto positivas como negativas, para el futuro de la empresa, dependiendo de quién sea el nuevo controlante.

A partir del IPO, la empresa comienza a trabajar bajo mayor presión por resultados en el corto plazo. Por lo general, empresas privadas controladas por sus dueños priorizan la creación de valor para el

largo plazo, ya que muchas veces su visión se centra en tener una empresa en marcha y en crecimiento para toda su vida y la de sus descendientes. Cuando se encuentra en cotización pública, el mercado necesita buenos resultados todos los trimestres, ya que, si no lo logran, los inversores pueden moverse fácilmente a otro activo que sí lo está obteniendo. Esto puede llegar a ser una presión excesiva hacia la gerencia, que tiene la tentación constante de priorizar la expectativa del mercado a corto plazo, por sobre la creación de valor e incluso la supervivencia a largo plazo, transformando a veces en riesgosa a una empresa que gozaba de solidez y estabilidad.

Es estrictamente necesario contar con una mayor formalización y control de los procesos. Es fundamental un estricto y formal proceso decisorio dentro de la organización, ya que las decisiones que se toman y que conducen los rumbos de la empresa, pueden tener consecuencias muy grandes. Toda la dirección de la empresa requiere una preparación y formación acorde, que permita cumplir lo que demandará el mercado en cuanto a performance del negocio. Crecen las exigencias y la responsabilidad ante accionistas minoritarios, se deben seguir los estándares de los organismos regulatorios, de los mercados en los cuales se tenga cotización y cualquier error en este nivel puede costar muy caro a la compañía.

El acceso a los grandes mercados financieros trae asociado también sus costos. Así como la preparación para la salida al mercado es un proceso arduo y costoso, hay estándares que tendrán que mantenerse mientras la empresa continúe siendo pública. A nivel contable, administrativo y legal, la estructura tendrá que ser acorde, para poder cumplimentar todas las exigencias de los organismos de control, ya que los incumplimientos tienen severas consecuencias, tanto del organismo en sí a través de sanciones y/o multas, como del mercado que penaliza conductas a través de menor demanda por las acciones de la empresa, que trae como consecuencia la caída de sus precios. La presentación de estados financieros periódicos, en general trimestrales, además de los estados financieros anuales, publicidad de hechos relevantes, mantener auditores externos de renombre, son solo algunos de los puntos para tener en cuenta en esta nueva vida de la empresa.

El Paso a Paso del Proceso de IPO

Selección de Equipo: *Advisors* o *Asesores*

Lake (2021), coloca como primera etapa del proceso, una vez tomada la decisión de la empresa en avanzar con un IPO y ya con el ordenamiento interno realizado, la elección de un actor clave, que son los llamados *underwriters* o colocadores, que según la definición de Brealey et al. (2011) actúan como verdaderas parteras financieras de una nueva emisión. Por lo general, desempeñan un triple papel: primero brindan a la empresa asesoramiento procesal y financiero, luego compran la emisión y finalmente la revenden al público. Además, será recomendable trabajar con un equipo de asesores legales que guíe los pasos formales ante los entes reguladores y mercados donde será listada la empresa, en Estados Unidos, la SEC y típicamente el NYSE.

Registro Ante el Regulador

Como describen Brealey et al. (2011), una vez completo el equipo de asesores, se avanza con la solicitud de registro para aprobación de la SEC. Se trata de una serie de documentos detallados que presentan información sobre el financiamiento propuesto y la historia de la empresa, los negocios existentes y los planes a futuro. Uno de los documentos más importantes es el prospecto, que es la carta de presentación de la empresa tanto ante la SEC como ante los inversores. El prospecto proporciona información sumamente detallada y a veces casi redundante del negocio de la empresa, factores de crecimiento, principales indicadores de performance operativos o financieros, un resumen de la oferta, de los estados financieros anteriores, descripción de los directores, Además, debe detallar términos y condiciones de la oferta en sí, tales como rango de precio, acciones a emitir, y un enorme descargo de responsabilidad acerca de los posibles riesgos de invertir en la empresa.

El prospecto se hace tanto en una versión preliminar, denominada *red herring*, sobre los cuales se van efectuando los cambios solicitados por el regulador, hasta llegar al prospecto final donde se explicitan los términos y condiciones finales del IPO.

Due Diligence: Banqueros y Analistas

Cuando la empresa ya se encuentra en carrera rumbo al IPO, se van realizando análisis cada vez más detallados acerca del funcionamiento de la compañía: tanto desde el lado vendedor, como desde el lado comprador (inversores) y desde los *underwriters*. Tal como describen Crain y Srinivasan (2021), se recopila y evalúa información de la empresa, buscando llegar a la mejor estimación posible del rango de valor de la compañía previo al IPO. Se encara un proceso denominado *due diligence*, donde típicamente se analizan una serie de dimensiones del funcionamiento de la empresa. En primer lugar, la estratégica, que incluye la posición de mercado, la solidez del modelo de negocio y de la industria en sí, sus proveedores, clientes y competencia. Como segundo punto, un análisis financiero, nivel de ventas, composición de costos, rentabilidad, generación de caja, crecimiento, cobertura de riesgos. Por último, pero no menos importante, las personas que conforman la compañía, desde los accionistas actuales hasta la alta dirección, su trayectoria, experiencias anteriores, formación y fortaleza ante el mercado.

Además, en el *due diligence* conducido por los *underwriters*, se celebran una serie de acuerdos formales. Lake (2021), explica que el contrato de suscripción celebrado entre la empresa y los *underwriters*, puede tomar diversas estructuras. El contrato puede tomar la forma de compromiso firme o *firm commitment*: donde el suscriptor compra la oferta completa y revende las acciones al público inversor, lo que garantiza a la empresa emisora que se recaudará una determinada suma de dinero. Puede tratarse de un acuerdo de mejores esfuerzos o *best efforts agreement*: donde el suscriptor no garantiza la cantidad que se recaudará para la empresa emisora, sino que sólo vende los valores en nombre de la empresa. También puede tomar la forma de acuerdo de todo o nada o *all or none agreement*: donde a menos que todas las acciones ofrecidas puedan venderse, la oferta se cancela.

La autora también agrega como paso importante dentro del proceso de *due diligence*, la elaboración y comienzo de presentación ante la SEC de una serie de documentaciones. Una de ellas es una carta de compromiso o *engagement letter*, donde generalmente se incluye una cláusula que establece qué gastos reembolsará la empresa al suscriptor, así como el margen que se utiliza para pagar sus honorarios. Otro documento muy importante es la carta de intención o *letter of intention*, donde se describe el compromiso del suscriptor con la empresa emisora, la declaración de compromiso de la empresa de cooperar con el suscriptor y un acuerdo para proporcionar al suscriptor una opción de asignación adicional, en general del 15 %, conocida como *greenshoe option*. También se celebra el acuerdo de suscripción o *underwriting agreement*, donde el suscriptor especifica los términos de la compra de acciones de la empresa emisora a un precio específico.

Roadshow o Exposición Ante Potenciales Inversores

Como define Lake (2021), esta etapa consiste en hacer marketing de la emisión ante potenciales inversores. Con una presentación acerca de la empresa y con el equipo de presentadores debidamente preparados, se organizan reuniones, grupales o individuales según el tamaño del inversor, con fondos comunes, de pensiones y otros inversores institucionales, donde se muestran las bondades de la empresa y porqué es un buen negocio invertir en ella. Se generan debates acerca de cuestiones que puedan resultar controvertidas entre la empresa y los analistas de los fondos y se busca clarificar la mayor información posible, para acordar determinada participación en la emisión e ir construyendo un libro de pedidos potenciales.

Determinación de Precio y Cierre

Tal como explica Lake (2021), luego de que se recibe la autorización de la SEC, la empresa y los colocadores se reúnen para fijar el precio de emisión. Desde el lado de la empresa buscarán el mayor precio posible al que han relevado en su *roadshow* y por el lado de los colocadores, en general son más

cautos, y surge el concepto de *underpricing* o subvaluación, tratado más en detalle en el punto siguiente. Básicamente, los colocadores se quedarían con acciones sin vender si sobreestiman el precio de IPO, además de la necesidad de ofrecer a los inversores a que compren la acción con la expectativa de una potencial suba.

Llega el día de la emisión y comienza la negociación de las acciones, con los colocadores vendiendo las mismas en el mercado a los inversores. Puede existir una *greenshoe option* u opción de sobreasignación en caso de que se haya acordado previamente, que es un mecanismo por el cual los colocadores pueden vender en descubierto más acciones hasta un determinado porcentaje; si el precio sube, cubren la colocación en exceso comprando más acciones a la empresa o a accionistas pre-IPO a través de una opción de compra, si el precio baja, en cambio, compran acciones en el mercado para defender el precio.

El IPO Desde la Óptica del Inversor

Desde el punto de vista del inversor, un IPO puede representar una buena oportunidad de ingresar a una empresa con perspectivas de crecimiento y con potencial de ganancias, puede permitir lograr una mejor diversificación del portfolio e incluso contribuir en el desarrollo de una nueva industria en la que por convicciones personales decida financiar.

En relación con la oportunidad de comprar una acción y obtener buenos retornos, un tema que ha sido objeto de mucha investigación en las finanzas es acerca del *underpricing* o subvaluación de las IPOs. Antes de que una empresa salga a cotizar, es muy complejo definir cuanto estarán dispuestos a pagar los inversores por una determinada acción, en ese sentido parecería que los colocadores tienden a ser conservadores en sus estimaciones. Diversos investigadores han concluido que en general comprar acciones al precio de IPO es un buen negocio estadísticamente, ya que, en promedio se obtienen buenos retornos en los días posteriores. Por ejemplo, un estudio de Ritter y Welch (2002), realizado a partir del análisis de 6.249 IPO entre 1980 y 2001, ha encontrado que el retorno promedio luego del primer día de cotización es un nada despreciable 18,8%.

Este punto podría inducir al siguiente cuestionamiento: si un IPO tradicional proporciona un 18,8% de retorno en el primer día, entonces una fusión de-SPAC, que en principio implicaría un mayor riesgo por tratarse de empresas en promedio en un estado más temprano de su ciclo de vida, tal como mencionan Grylewicz et al. (2022), ¿podría proporcionar un retorno aún mayor en un corto período de tiempo?, específicamente en su primer día de cotización. Parecería una opción muy tentadora a primera vista si pensáramos en una relación directa de riesgo-retorno a través de este análisis, pero como ser verá en el desarrollo del trabajo con un análisis más detallado, sería muy simplista aplicar este tipo de razonamiento sin conocer en detalle el funcionamiento del instrumento SPAC.

La Medición del Éxito en un IPO

Muchas veces se habla de un IPO exitoso, pero la realidad es que resulta bastante ambiguo el término exitoso y surge la pregunta: ¿Cómo medir el éxito de un IPO? Para ello, Binder et al. (2002) proponen una interesante manera de medir el éxito basado en dos aspectos: en primer lugar, la competitividad en el mercado, es decir, medido por valor relativo de la empresa respecto a sus comparables de la industria. Es decir, para ser considerada exitosa la empresa debiera estar luego de 30 días, con múltiplos mejores que el 50% de las comparables de su industria. En segundo lugar, el precio de mercado debiera moverse menos de un 20% en los 30 días posteriores a la emisión. En ese caso podríamos decir que tanto los accionistas anteriores como aquellos que ingresaron en el IPO podrían considerarse con una compensación justa, que sería más consistente con una tendencia a largo plazo de continuidad de la herramienta en el mercado. Esta mirada busca poner en equilibrio la medición de éxito, tanto para los dueños de la empresa pre-IPO como a los inversores, ya que en el primer caso sería exitosa si se mantiene relativamente cerca del precio del IPO y para los inversores un éxito sería que suba lo máximo posible en un corto período de tiempo.

Conceptualizando las SPACs

Definición

Las SPACs podrían definirse de manera muy simple, “son un vehículo de inversión pública, creados para fusionarse con una empresa privada y por lo tanto hacerla pública. Sin embargo, esa simple descripción pasa por alto su complejidad y costos ocultos” (Klausner et al., 2021). De esta definición se puede deducir que son compañías sin operación comercial, asimilable a un cascarón vacío de contenido, cuyo único objetivo es encontrar una empresa con la cual fusionarse. Es una especie de cheque no a la orden, que tiene como condición ser usado para adquirir una compañía, en general de un tipo de industria o actividad determinada y de hecho son también son conocidas como *blank check companies* o compañías de cheque en blanco, que sin embargo hace alusión a un tipo de instrumento que en la actualidad difiere en varios aspectos de las SPACs.

También suele confundirse y usarse indistintamente el término *reverse merger* o fusión inversa como sinónimo de las SPACs. En una fusión inversa, los inversores de la empresa privada adquieren la mayoría de las acciones de una empresa “cáscara” pública, que luego se combina con la entidad compradora. Si bien las SPACs en general, al concluir su objetivo, realizan una fusión inversa para completar dicha finalidad, Kajerdt y Rydberg (2021) explican que los incentivos y los roles de los participantes de una SPAC son diferentes a los de una fusión inversa. Las SPACs están dirigidas por especialistas en la industria y con experiencia en fusiones y adquisiciones, quienes recaudan capital en el IPO que luego se invierte en un fideicomiso cerrado hasta que se realiza una adquisición. Por otro lado, la empresa “cáscara” en una fusión inversa generalmente tiene pocos o nulos activos y quien los aporta es la compañía operativa.

Ciclo de Vida de Una SPAC

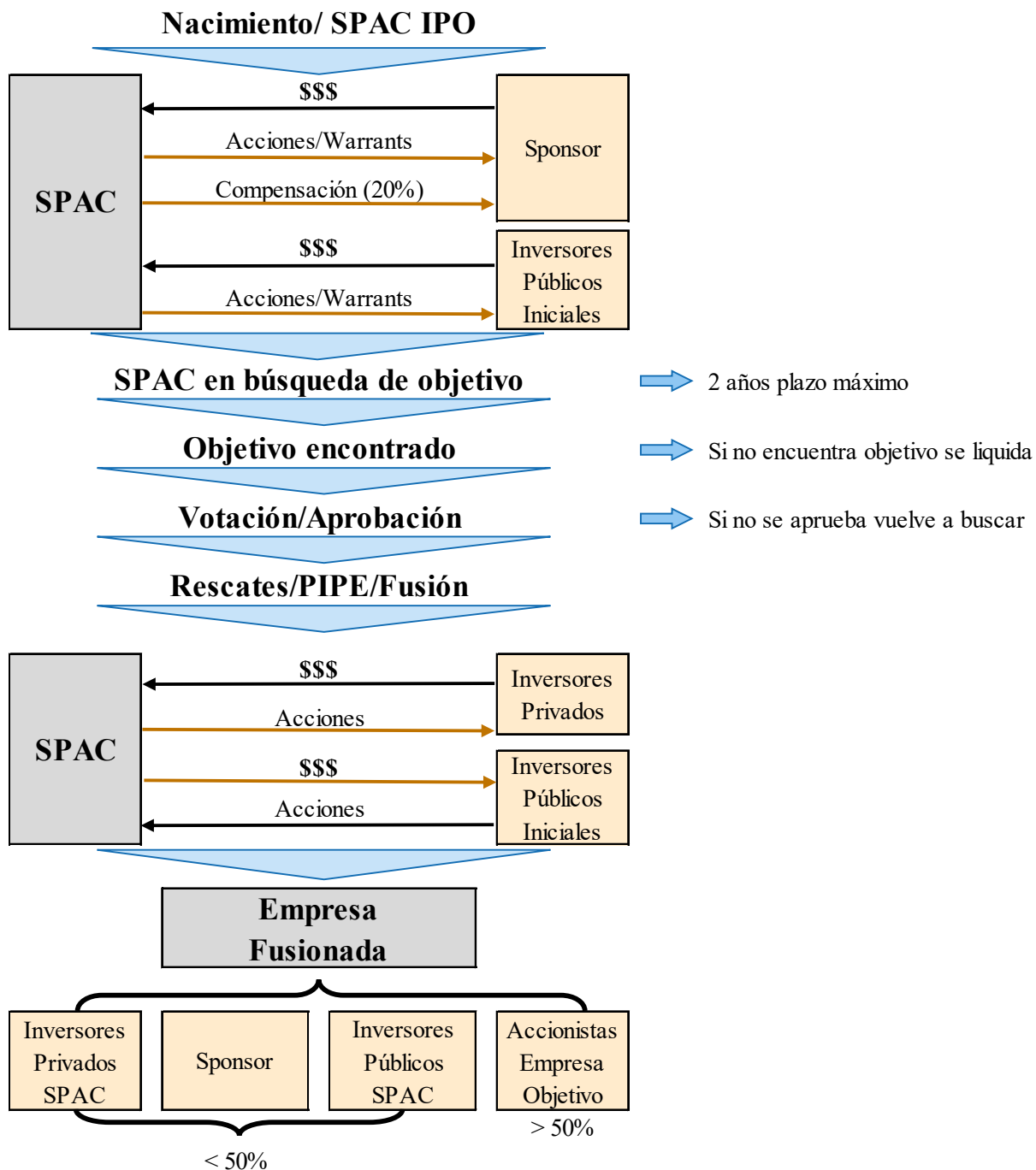
Klausner et al. (2021) describen el proceso SPAC en momentos bien diferenciados:

- (1) Los inversores compran unidades de la SPAC en el momento del IPO.
- (2) El sponsor compra acciones y/o warrants adicionales a los que le corresponden por su compensación para llevar adelante la transacción.
- (3) El sponsor recibe un porcentaje del capital posterior al IPO de la SPAC, en general un 20%, pagando por ello un valor nominal, normalmente 25.000 USD.
- (4) Dentro del plazo establecido en el prospecto, generalmente dos años, la SPAC propone una fusión mediante la cual una empresa privada se haría pública.
- (5) Los accionistas de la SPAC votan la aprobación de la fusión propuesta y en caso de aprobada la transacción, tienen derecho a rescatar acciones.
- (6) Luego de aprobada la fusión y de acuerdo con la cantidad de rescates, el sponsor mismo y/o terceros compran acciones en transacciones conocidas como PIPE.
- (7) Se concreta la fusión y con ella la empresa operativa pasa a ser pública.
- (8) Los accionistas iniciales de la SPAC poseen una porción típicamente pequeña del capital de la empresa posterior a la fusión.
- (9) El sponsor de la SPAC y los inversores privados externos también poseen porciones minoritarias del capital de la empresa ahora pública.

La Figura 2 resume de manera gráfica el proceso por el cual transita una SPAC típica y los principales hitos que deberá ir cumpliendo, que se describen detalladamente a continuación.

Figura 2

Esquema de etapas de la vida y principales hitos de una SPAC típica



Fuente: elaboración propia en base a datos de Klausner et al. (2021).

Nacimiento

El primer paso en una SPAC es la organización y creación de una sociedad, por parte de un fundador conocido como sponsor, que tendrá como propósito convertirse en empresa pública a través de un IPO. Tal como mencionan Klausner et al. (2021), los sponsors en general son sociedades de

responsabilidad limitada dedicadas específicamente para ese fin. Éstos pueden ser grandes fondos de *Venture Capital o Private Equity*, Fondos de Cobertura, ex o actuales ejecutivos de grandes empresas, e incluso individuos adinerados sin experiencia corporativa previa. Típicamente el sponsor también forma parte de la alta dirección de la empresa o las compensaciones se diseñan de modo tal que los intereses de ambos estén alineados.

Para diversos autores el sponsor es el principal activo de una SPAC y es lógico pensar que debe reunir ciertas cualidades para que la probabilidad de éxito se incremente. Un aspecto fundamental es la confianza que debe inspirar en el mercado, ya que recaudará fondos para aplicar a una inversión que aún no está definida en su totalidad, podrá ser la compra de una o varias empresas y/o activos. El sponsor tendrá que demostrar en su currículum experiencia probada en la industria a la cual apunta, gestiones exitosas, contactos fuertes en los mercados para que pueda traccionar de manera eficiente y desarrollar su plan de negocios generando rentabilidad. De hecho, tal como describen Lakievic y Vulcanovic (2011), el formulario de registro ante la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC), el S-1, entre otras cosas, proporciona detalles sobre los antecedentes profesionales y académicos de los sponsors.

En Latinoamérica es muy resonante el caso de Vista Oil & Gas liderada por Miguel Galuccio, que nace a partir de la primera SPAC en la Bolsa de Valores de México, recaudando 650 millones de dólares en el año 2017. Parte del éxito de la transacción posiblemente se deba al reconocimiento de la carrera y capacidades de Galuccio por parte del mercado, para otorgarle el voto de confianza para construir la petrolera. El ex-presidente de YPF, con además vasta carrera en la empresa argentina y en la multinacional Schlumberger, hoy lleva adelante las operaciones de la empresa, que ya alcanzó una capitalización de mercado de 1.600 millones de dólares y cuyas operaciones continúan en crecimiento.

Shachmurove y Vulcanovic (2017) describen los principales puntos que cubre el formulario S-1, principal documento de registro para la SPAC, que entre otras cosas requiere un análisis descriptivo de las necesidades de financiación de la nueva empresa, la naturaleza de la emisión de valores, revela el acuerdo de suscripción completo, señala la existencia o no de conflicto de intereses entre los fundadores de la SPAC y los futuros inversores, elabora el negocio propuesto y presenta los antecedentes del equipo de gestión. Además, el Formulario S-1 informa el establecimiento de las cuentas de depósito en garantía donde se depositarán todos los fondos recaudados durante la IPO, menos los gastos administrativos, detalla cómo se utilizarán los ingresos de este fondo en caso de que ocurra la adquisición y en caso de que la SPAC no pueda ejecutar la adquisición y pase a liquidación.

Pasos Pre-IPO

La organización de la emisión estará a cargo del sponsor, quien seleccionará los asesores de la transacción, con destacada importancia para los colocadores, quienes toman un rol similar al que tienen en un IPO tradicional y que se llevarán importantes comisiones, normalmente un 5,5% del monto resultante del IPO, Klausner et al. (2021). El rol del colocador no se limita solamente a la organización y colocación en el día del IPO, también en muchos casos apoyan activamente a las SPACs como asesores e incluso en algunos casos compran acciones por cuenta propia. Shachmurove y Vulcanovic (2017) señalan que a partir del 2005 es más común las comisiones se dividan en una parte recibida inmediatamente después de la IPO y una parte diferida, que está condicionada a la aprobación de adquisiciones. El establecimiento de esta parte diferida de la tarifa de suscripción crea una alineación de incentivos entre los colocadores, los administradores y posiblemente los inversores para aprobar la adquisición.

Continúan describiendo los autores, que el sponsor para llevar adelante todo el proceso de creación, gestión operativa y promoción de la SPAC hasta el momento que se culmine la fusión con la empresa privada, recibirá una compensación que se instrumenta de la siguiente manera: el sponsor adquiere acciones de la SPAC a un valor nominal, típicamente 25.000 USD, obteniendo el 25% del monto recaudado en el IPO o el equivalente al 20% del capital de la empresa *post-money*. Además, puede comprar warrants, acciones o ambos a precio de mercado para incrementar su participación en la

compañía, y cuyos ingresos inversión servirán a la SPAC para cubrir gastos entre el momento de la oferta pública inicial y la fusión.

Luego de haber culminado esta etapa y cumplidos los requerimientos establecidos por los reguladores, los colocadores presentan el prospecto final, (Formulario 424-B), incorporando todos los cambios que han ocurrido desde la declaración de registro inicial (S-1) y determinando detalladamente todas las características de la vida corporativa de la SPAC entre el momento de la oferta pública inicial y la posterior fusión o liquidación, incluyendo el plazo límite para completar la adquisición y posibilidades de extensión de plazos, supeditada a la aprobación de un determinado porcentaje de los votos de los accionistas. A partir de la aprobación de este punto la empresa se encuentra *filed for IPO* o presentada para hacer el IPO y lista para salir al mercado público.

EI SPAC IPO

En su Oferta Pública Inicial una SPAC ofrece acciones, warrants y en algunos casos el derecho a adquirir una fracción de acción cuando se cierra la fusión. Klausner et al. (2021) señalan que las SPACs, por convención, fijan el precio de sus unidades en 10 USD. En general para las SPACs de los años 2019-2020, la cantidad de acciones que se pueden comprar con un warrant varía de una cuarta parte de una acción a una acción, con un precio de ejercicio uniformemente establecido en 11,50 USD por acción y un plazo de cinco años para su ejercicio, aunque quince SPAC en el período emitieron unidades con warrants por una décima parte de una acción, ejercibles si la SPAC consuma una fusión. Luego de concretado el IPO, la SPAC pasa a un estado que se conoce como *searching*, que significa que se encuentra en búsqueda de empresas objetivo para concretar una fusión.

Los autores explican que los ingresos obtenidos del IPO de una SPAC se depositan en un *trust account* o fideicomiso y se invierten en bonos del Tesoro de EE. UU. Según los estatutos de la SPAC y los términos del fideicomiso, el efectivo del fondo solo se puede usar para (a) adquirir una empresa, (b) contribuir al capital de la empresa formada por la fusión de la SPAC, (c) distribuir a los accionistas en la liquidación si la SPAC no logra concretar una fusión, o (d) rescatar acciones.

Lakicevic y Vulcanovic (2013) señalan que, en promedio, los inversores son propietarios del 78,2 % del capital social de la SPAC y, al mismo tiempo, son proveedores de cerca del 97,24 % del efectivo, el 2,76 % restante es aportado por los sponsors a través de compras de *warrants* e inversiones iniciales. Esa discrepancia entre el monto de la contribución y el nivel de propiedad conduce a una dilución significativa de los inversores a favor de los sponsors, que aumenta en los casos de elevados niveles de rescates de los inversores. Los autores en su muestra de análisis observan que, los inversores sufren una dilución de acciones cercana al 29,30% si no se tiene en cuenta rescates de acciones. En la mayoría de los prospectos, los suscriptores y sponsors de la SPAC calculan la dilución máxima si el 20 % de los inversores rescatan sus acciones. Teniendo en cuenta que un rescate de acciones reduciría el valor contable neto de la SPAC en un 20 %, manteniendo constante el número de acciones restantes, se muestra que es teóricamente posible una dilución de acciones máxima del 43,40 % para los inversores restantes.

Anuncio del Target u Objetivo

Una vez encontrada la empresa con la cual la SPAC tiene intenciones de fusionarse y, previo acuerdo con la empresa objetivo, se realiza el anuncio de adquisición. Según indican Shachmurove y Vulcanovic (2017), generalmente se informa en la prensa y se notifica a la SEC a través de formularios 8-K. A partir de allí, la SPAC pasa a un estatus de *announced*, es decir, con adquisición anunciada y en proceso. En esta etapa, los inversores del IPO son notificados y todos los esfuerzos se centran en obtener la aprobación de la adquisición en la asamblea de accionistas. En muchos casos, esa aprobación era difícil de obtener, principalmente porque las SPACs en el período 2003-2010 establecieron, en sus prospectos finales, una mayoría calificada que podría desaprobado una fusión, cuyo umbral de rechazo era en los primeros años que más del 20% de los accionistas en la reunión votaran en contra de la adquisición o solicitaran el rescate de sus acciones. Este umbral a lo largo de los años fue aumentando, llegando en los

últimos años a niveles por encima del 50%, lo cual fue uno de los tantos atractivos para los sponsors a la hora de llevar adelante una SPAC.

Moon (2021) aborda el tema de los rescates aclarando que, para ser aprobada la transacción, no basta con que la mayoría de los accionistas aprueben la misma, sino que los rescates deben estar por debajo de ese límite establecido, ya que sino la transacción fracasa. Ambos mecanismos, el de votación y umbral de rescate, deberían motivar a los sponsors de la SPAC a encontrar un objetivo de calidad que satisfaga a los inversores. Lakicevic y Vulcanovic (2011) profundizan su análisis en los niveles de rescate y señalan que el aumento de éstos, pasando del 20% entre 2003 y 2006, aumentando al 84,24% en el período que abarca desde 2009 a 2012, hecho que puede haber afectado negativamente la calidad de las empresas que se terminaron fusionando. Incluso si los rescates no superan el umbral y la fusión se termina llevando a cabo, una cantidad elevada de reembolsos afecta negativamente la imagen de la empresa fusionada. Un alto nivel de rescates podría enviar un mensaje al mercado que los inversores existentes no confían en el futuro cercano de la empresa que saldrá a cotizar.

Es importante no pasar por alto la relevancia de la composición del equipo de colocadores, ya que estudios recientes de Cumming et al. (2012) han observado que puede afectar la probabilidad de aprobación del acuerdo de fusión posterior por parte de los accionistas. Puede verse negativamente afectada esta probabilidad si los colocadores principales no se consideran suscriptores de renombre o a medida que aumenta el número de colocadores, es decir, una sindicación de colocación, lo que puede indicar un acuerdo más riesgoso. Lewellen (2003), ya observaba un efecto similar en el caso de las IPOs tradicionales, donde aquellas transacciones que tienen participación de los colocadores más grandes y reconocidos terminan con una menor subvaluación en general

Pensando también en la probabilidad de éxito de la votación de la fusión de-SPAC, Cumming et al. (2012) señalan que la estructura de los tenedores de acciones tiene una fuerte influencia en la probabilidad de aprobación del acuerdo de fusión, tanto estadística como económicamente. Esto es estadísticamente significativo cuando la tenencia se concentra en inversores activistas antes del anuncio de empresa objetivo encontrada. Según los autores, en estos casos, a medida que aumentan las tenencias en bloque de inversores institucionales, fondos de cobertura y de capital privado, que actúen de manera activa con sus portafolios, disminuye la probabilidad de aprobación del acuerdo. Otro factor para considerar es que, a medida que aumentan los derechos de voto de la alta dirección de las SPACs, aumenta la probabilidad de aprobación. Además, la alta dirección de la SPAC tiene un incentivo para reducir la duración de todo el proceso. Por el contrario, los inversores activos también pueden buscar una votación y acuerdo más rápidos, pero puede ser por motivos tales como buscar estrategias de arbitraje en lugar de estrategias de compra y retención a largo plazo.

La de-SPAC

Cuando se completa la fusión, la empresa operativa se hace pública y puede utilizar el capital de la empresa SPAC ahora disuelta. Una vez cumplida la fusión se dice que la SPAC pasa a estatus *completed* o con adquisición completada y esta transacción también es conocida como de-SPAC.

Tal como señalan Klausner et al. (2021), en algunos casos, el mismo sponsor invierte capital adicional cuando es necesario para asegurar la concreción de la operación. Para no llegar a este punto, tanto el sponsor, la alta dirección de la SPAC y de la empresa objetivo promocionan activamente la fusión, realizando *SPAC roadshows* o presentaciones de-SPAC. Estas presentaciones, tienen dos objetivos principales: una es atraer interés en el mercado público, en algunos casos, los sponsors hacen acuerdos paralelos con inversores institucionales que se comprometen a no rescatar sus acciones, a cambio de alguna compensación adicional, cuyos términos y contraprestaciones en general no son divulgados. El segundo objetivo, para los casos donde los rescates alcancen un nivel que se ponga en peligro la concreción de la transacción, o simplemente cuando se necesite capital adicional, entra en juego la figura del *PIPE (Private Investment in Public Equity)* o Participación Privada en Capital Público. El PIPE consiste en la compra de acciones, por parte de fondos de inversión o inversores institucionales, en

general a un precio por debajo del valor de mercado actual, es decir, con un descuento, o con alguna otra contraprestación a cambio, como, por ejemplo, recibiendo warrants adicionales o incluso parte de la compensación que le correspondería al sponsor. Passador (2021) afirma que la presencia de los Inversores PIPE es muy relevante ya que validan la valuación, demostrando que existe demanda inversora por la empresa a un determinado precio. Los administradores de los fondos que participan en el PIPE en general firman un acuerdo de confidencialidad, ya que están recibiendo información importante no pública sobre la posible combinación de negocios y tendrán acceso a una sala de datos separada para revisar las características de la transacción.

Liquidación de la SPAC

Si no se completa la fusión en el plazo establecido la SPAC debe ser liquidada, dejando de existir como tal. En este momento, los accionistas reciben el valor prorrateado del fondo de inversión, en el cual se encontraba el dinero neto producido por el IPO, incluyendo aquellos retornos generados en el período transcurrido hasta la liquidación. El sponsor, tal como lo señala Moon (2021), pierde la totalidad de su inversión, ya que su compensación en acciones se activa solo en caso de una fusión exitosa y los warrants no tienen valor alguno en la liquidación.

Si bien el plazo habitual para alcanzar la fusión es de 24 meses, si el prospecto de emisión así lo prevé, es posible que el sponsor, en casos que sea justificado, pueda solicitar extensión del plazo para continuar buscando una compañía, o para ultimar detalles acerca de una negociación en curso para realizar la fusión. Esta extensión de plazo debe ser aprobada por los accionistas de la SPAC mediante una resolución especial y deberá contener un plazo determinado de extensión. Se podría citar el ejemplo de la SPAC Digital World Acquisition Corp., que tal como describe Herbst-Bayliss (2022), en septiembre del año 2021 levantó 250 millones de dólares con un plazo inicial de 12 meses para cerrar un acuerdo de fusión. En septiembre del año 2022, debió solicitar la extensión del plazo, que fue aprobada, logrando 12 meses adicionales, para continuar sus negociaciones de adquisición de Trump Media & Technology Group, compañía fundada por el expresidente de EEUU, Donald Trump.

Período de *Lock-up* o Bloqueo de Venta

El período de bloqueo o *lock-up*, es un acuerdo legal que establece un período de tiempo, en las SPACs usualmente 180 días post transacción de-SPAC, por el cual los accionistas preexistentes, principalmente la alta dirección y los sponsors, no pueden vender sus tenencias al mercado. Esto es de suma importancia para evitar posibles excesos de oferta de acciones en el mercado que no puedan ser absorbidas por la demanda en un corto período de tiempo y tengan impacto negativo en los precios. Es importante recordar que los sponsors, por ejemplo, ostentarán un porcentaje equivalente al 25% de lo recaudado en el SPAC IPO o 20% del capital post SPAC IPO y si volcaran esos volúmenes en el mercado rápidamente, generarían una presión vendedora enorme sobre el activo.

Los Warrants y su Importancia

Según la definición de Morah (2021), los warrants son un contrato que promete al comprador que recibirá una cierta cantidad de acciones si el precio de éstas sube por encima de un nivel determinado dentro de un período determinado. Como describen Rodrigues y Stegemoller (2021), en el caso de las SPACs en general los warrants se reciben junto con las acciones al momento del SPAC IPO. Las condiciones particulares de funcionamiento y rescate de cada caso en particular se detallan en el prospecto de emisión. En las SPACs de los últimos años, según el análisis de los prospectos de las principales SPACs, lo más común es que la compañía se reserve una condición de rescate de warrants, que se cumple si, y solo si, el último precio de cierre informado de las acciones ordinarias de Clase A es igual o superior a 18 USD por acción (ajustado por *splits* o desdoblamiento de acciones, dividendos, emisiones de warrants, subdivisiones, reorganizaciones, recapitalizaciones y similares) durante 20 días hábiles dentro de un período de 30 días de negociación.

De acuerdo con Klausner et al. (2021), lo más habitual es que el precio objetivo de ejercicio de los warrants se encuentre en 11,50 USD y con una vida de 5 años desde la fecha de-SPAC, es decir, que, si se cumplen las condiciones de precio en algún momento dentro de ese período, el tenedor del warrant podrá ejercerlo pagando lo equivalente a 11,50 USD por acción. Existen dos modalidades de ejercicio que tienen una implicancia distinta principalmente respecto a la estructura de capital de la empresa. En primer lugar, el inversor puede optar por el *standard physical settlement* o liquidación física estándar. Esta consiste en que el tenedor pagará el precio de ejercicio desembolsando 11,50 USD y recibirá 1 acción por warrant o la cantidad que surja de la relación de canje convenida al momento de la emisión. En este caso obtiene una ganancia de 8,50 USD si por ejemplo el precio de cotización es de 20 USD por unidad. Como segunda alternativa existe el *cashless exercise* o ejercicio sin efectivo, donde, el inversor recibe al valor equivalente a la diferencia entre la cotización y el precio de ejercicio, que se paga reduciendo el número de acciones a emitir por cada warrant. Siguiendo con el ejemplo, si una acción cotiza a 20 USD, el precio de ejercicio de 11,50 USD se paga reteniendo 0,575 acciones por warrant (precio de ejercicio/precio de cotización = $11,50 / 20$). Por lo tanto, los inversores reciben 8,50 USD de valor en forma de 0,425 acciones. El impacto de la estructura de capital de las dos alternativas diverge: la liquidación física es totalmente dilusiva, pero genera algunos ingresos a la empresa, en cambio, el ejercicio sin efectivo es menos dilusivo, pero no hay inyección de efectivo a la compañía.

Al igual que el caso de las opciones, el comprador tiene el derecho, pero no la obligación, de realizar el ejercicio. La principal diferencia entre un warrant y una opción estándar es que los warrants suelen ser emitidos por las propias empresas, en lugar de un mercado institucionalizado. Esto significa que los warrants están menos estandarizados que las opciones, por lo que cada prospecto podrá fijar los términos y condiciones en particular y habrá que estar atentos a sus detalles específicos.

Lin et al. (2021) tratan en profundidad el tema de los warrants y su dinámica de negociación. Inicialmente, los mismos se negocian junto con la acción ordinaria a nivel de unidad en conjunto. Típicamente, después de transcurrido cierto período de días de negociación (entre 50 y 90 días), los warrants y las acciones se comienzan a negociar por separado. En ocasiones y típicamente en los últimos años, las unidades incluyen una acción y un warrant equivalente a una fracción de una acción. Esta proporción a lo largo de los años ha sido cada vez más chica en la relación de warrant por acción, con casos de hasta 10 warrants por una acción. Es importante aclarar, respecto a los términos y condiciones dispuestos en la creación de una SPAC, que estos no siempre son homogéneos entre todas las SPACs, ya que cada sponsor puede disponer términos distintos respecto al valor de fracción de los warrants, al precio de ejercicio de estos y hasta de los plazos de ejercicio de estos. Si un warrant no se ejerce dentro del período de tiempo pactado en el contrato, el mismo pierde su valor y el accionista no puede hacer nada con éste luego de consumido ese tiempo.

Parecería que quienes diseñaron la estructura de las SPACs modernas, encontraron en los warrants el endulzante perfecto para seducir a los inversores al momento del IPO. Gahng et al. (2021) calcularon el rendimiento de los warrants de 142 de-SPAC de un total de 152, en el período 2010 a 2020 y, sorprendentemente, descubrieron que el retorno promedio de una estrategia *buy-and-hold* o compra y retención, con un período de un año, en un portafolio *equal weighted* o de igual ponderación, de los warrants de las empresas fusionadas fue del 72,2 %. Los inversores de warrants han superado amplia y persistentemente a los inversores de acciones ordinarias. Los warrants, opciones de compra fuera del dinero en muchos casos, se beneficiaron del mercado alcista de 2009-2021. También para el sponsor, los warrants proporcionan un fuerte incentivo para completar una fusión exitosa, invirtiendo capital propio. Los warrants que compran los sponsors en el momento del IPO actúan de manera similar al concepto de *carried interest* o participación en las ganancias] recibidos por los *general partners* o administradores en un contrato típico de *Private Equity*, ya que ambos disparan pagos solamente cuando otros inversores obtienen retornos positivos.

Shachmurove y Vulcanovic (2017) señalan que las primeras SPACs normalmente emitían unidades consistentes en una acción común y dos warrants. Las SPACs más recientes emiten unidades

que consisten en una acción y la mitad, un tercio o hasta un cuarto de warrant. El cambio en el número de warrants por unidad refleja la evolución que ha tenido la aceptación de las SPACs a lo largo de los años, bajo diversas situaciones y necesidades del mercado. Durante los años más recientes, los emisores observaron que el incentivo que representan los warrants a la hora de seducir a potenciales inversores fue perdiendo importancia relativa y el inversor fue aceptando una relación de acción/warrant cada vez menor por su participación en la SPAC. Este punto es clave a la hora de analizar los retornos de una unidad de SPAC como un todo, para el inversor que ingresa al momento del IPO y mantiene su posición, ya que los retornos positivos en los warrants pesan cada vez menos en el retorno total de la unidad SPAC. Posiblemente el mercado ha ido ajustando hacia abajo la cantidad de warrants en relación con la cantidad de acciones, al observar los retornos altamente positivos de los warrants en los últimos años.

Rescates o Redemptions

Tal como exponen Klausner et al. (2021), resulta una característica clave el hecho de que los accionistas de una SPAC, cuando se propone una fusión, tienen derecho a rescatar sus acciones a un precio igual al precio de salida a bolsa más los intereses acumulados en el fideicomiso. Los warrants y derechos incluidos en las unidades SPAC, sin embargo, siguen vigentes independientemente del rescate o no y se negocian por separado. Así, los inversores en una IPO de una SPAC pueden rescatar sus acciones y conservar sus warrants y derechos sin costo alguno, sirviendo los warrants como una compensación para los inversores en la IPO de la SPAC por permitir que su efectivo se utilice para establecer la SPAC como una empresa pública. La mayoría de las IPOs de SPACs son de 10 USD por unidad, por lo tanto, los accionistas que rescaten sus acciones obtendrán 10 USD más los intereses que haya generado su inversión aplicada en Bonos del Tesoro de EE.UU. En principio, los accionistas pueden solicitar el reembolso de sus acciones simplemente por considerar que la fusión será un mal negocio o simplemente que hayan entrado al IPO con el objetivo de obtener un rendimiento a través de las colocaciones en un fondo que invierte en tasa libre de riesgo y conservar un warrant que le puede permitir obtener un rendimiento adicional a futuro.

Los rescates se han vuelto bastante normales en 2021, ya que muchas SPACs se operaban por debajo del precio de la IPO. Es un arbitraje simple para los accionistas, ya que pueden canjear sus acciones por un precio más alto que el precio de mercado. Si los inversores son optimistas en el objetivo de fusión, todavía tienen la opción de comprar las acciones a un precio más bajo en los mercados públicos. No se esperarían muchos rescates si el precio de la SPAC está muy por encima del precio de la IPO. Después de todo, parecería un arbitraje muy evidente, ¿quién querría canjear sus acciones a un precio más bajo que el precio de mercado de las acciones? Además, antes de la votación y fin de período de rescates, un inversor puede comprar la SPAC en los mercados públicos por debajo del precio de la IPO y luego canjearlos a un precio más alto durante el proceso de rescates.

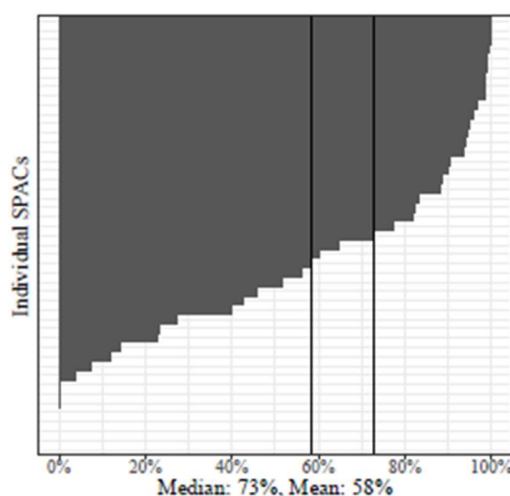
Un caso muy relevante en la industria, que puso de manifiesto algunos de los problemas con los rescates de las SPACs, fue lo vivido por la empresa Locust Walk Acquisition Corp. (LWAC). Tal como expone Lamont (2021), al momento de la votación para la aprobación de la fusión con eFFECTOR Therapeutics, la gran mayoría de los accionistas votó por rescatar sus acciones, para ser más precisos, el 97% de ellos. Esto significó que la cantidad de acciones en circulación de la SPAC cayeron a aproximadamente de 17 millones originalmente a 500 mil luego de los rescates. El movimiento atrapó a las posiciones *short* o vendidos en cortos en el pie equivocado y ahora no había suficientes acciones en circulación disponibles para que cubrieran sus posiciones. Este fue el caso de una breve compresión donde la reducción de las acciones en circulación provocó una explosión en el precio de la acción a causa de la mecánica de un *short squeeze* o estrangulamiento de posiciones cortas, que se define como un rápido aumento en el precio de una acción debido principalmente a factores técnicos en el mercado más que a los fundamentos subyacentes. Las acciones de LWAC subieron a un máximo de 29,20 USD en el intradiario el 25 de agosto del 2021, finalmente cerró a solo 16,98 USD. Todavía era un aumento de casi el 93% respecto al día anterior. Para resumir, LWAC fue un claro ejemplo de cosas que podrían salir mal en los rescates de una SPAC.

Klausner et al. (2021), exponen que, a causa de los costos¹ de la fusión de-SPAC y el efecto de la dilución, al momento de la fusión, las SPACs en general tienen mucho menos efectivo neto por acción que los 10 USD en el momento del IPO. Por lo tanto, la posibilidad de los rescates es una manera de asegurar ciertos retornos para los inversores iniciales de la SPAC, ya que en el caso de usar la opción de rescate podrán obtener el valor prorrateado al momento del rescate, del fondo común en el cual se invirtió el dinero obtenido en el IPO.

Un tema interesante abordado por Klausner et al. (2021), es que, entre los inversores de las SPACs, hay un grupo de fondos de cobertura que participan repetidamente con una mecánica particular. Jenkins (2020), menciona que estos fondos son conocidos coloquialmente en el sector como la mafia de las SPACs. Klausner et al. (2021), agregan que estos fondos, para los cuales no hay una lista o definición de miembros, invierten en las IPOs de SPACs con poca intención de permanecer invertidos posteriormente a la fusión. Sumando la mafia de SPACs y otros inversores en las SPACs IPO los inversores no conservan sus acciones en una medida significativa en el momento en que se cierra la fusión de-SPAC. La Figura 3 muestra el porcentaje de acciones rescatadas en una muestra de fusiones de-SPACs entre los años 2019-20. Las tasas de rescates media y mediana entre su análisis de fusiones 2019-20 son 58% y 73%, respectivamente. Otro dato que sorprende es que una cuarta parte de esos SPACs vieron rescates superiores al 95%. Estas cifras, sin embargo, subestiman la medida en que los inversores de IPO de SPACs salen y son reemplazados por nuevos accionistas en el momento de la fusión. Las acciones no rescatadas no son necesariamente acciones retenidas por inversores originales del IPO. En algunos casos, cuando se anuncia una propuesta de fusión, los precios de las acciones suben anticipándose al acuerdo, en cuyo caso los accionistas salientes venden en el mercado en lugar de rescatar.

Figura 3

Promedio y mediana de rescates de acciones de SPACs 2019-2023



Fuente: Klausner et al. (2021)

En el mismo sentido, es necesario mencionar la figura del *greenmail*, que es la práctica de algunos fondos denominados *greenmailers* de comprar suficientes acciones de una empresa para amenazar con una adquisición hostil. El fundamento de su actuación es obligar a que la empresa objetivo recompre sus acciones con una prima sustancial para frustrar la estrategia de los fondos que actúan de esta manera y podrían perjudicar a la compañía, resultando como consecuencia en una ganancia considerable para el *greenmailer*. En cuanto a fusiones y adquisiciones, una medida defensiva es que la empresa realice

¹ Los autores hacen referencia a los costos en la fusión de-SPAC, de suscriptores y asesoría adicionales, ya que los costos operativos y de suscriptores del SPAC IPO por lo general, son cubiertos con aportes de los sponsors.

un pago de acuerdos *greenmail* con ciertos fondos para frenar anticipadamente la entrada de inversores que traigan consecuencias no deseadas en la adquisición durante la oferta pública. Rodrigues y Stegemoller (2021) describen algunos mecanismos que existen para disminuir la amenaza de *greenmail*. Una de las más relevantes y utilizadas, que podrían incluirse en el prospecto, son las denominadas cláusulas *bulldog* que impiden que los rescates por tenedor sean superiores a un determinado porcentaje del total de acciones en circulación, típicamente entre un 10 % al 15 %. Por ejemplo, si el umbral de la cláusula se coloca en un 10 % de las acciones en circulación y existiera un tenedor con el 20 % del total de las acciones en circulación, no podrá rescatar más que el 50 % de su tenencia (que equivale al 10 % del total de la SPAC). Si desea deshacerse de la porción restante de su tenencia podrá hacerlo a través del mercado secundario. Esto reduce los incentivos de acumulación de grandes tenencias con objetivos de rescate post aprobación de la fusión, que podrían poner en riesgo la disponibilidad de fondos para completar la fusión. Los autores han encontrado disposiciones de este tipo en el 79% de su muestra de estudio, por lo cual es una herramienta de aplicación bastante común en la industria.

Los mismos autores, introducen la importancia de analizar el problema del voto vacío en las transacciones de-SPACs. Actualmente, la mayoría de las SPACs eliminan por completo el umbral de conversión, es decir, que no se exige un umbral máximo para la cantidad de rescates, que podría hacer caer el negocio a pesar de haber tenido voto favorable respecto a la fusión. Es decir, que se trata de un voto vacío porque el accionista puede votar a favor de la aprobación de la fusión, pero inmediatamente rescatar sus acciones y salir de la compañía. Los autores sostienen que la SEC debería alentar a la NYSE y al Nasdaq a exigir umbrales máximos de rescates de acciones de a lo sumo el 50 % del total de las acciones en circulación para que un acuerdo avance. Es decir, si más de la mitad de los accionistas piden la devolución de su dinero, el trato debería fracasar. Lo cierto es que cualquier requisito de mayoría calificada crea un riesgo sustancial de no lograr el acuerdo necesario, al otorgar mayor poder a grupos de accionistas relativamente pequeños. Estas reticencias pueden frustrar la voluntad de la mayoría al evitar una fusión de-SPAC incluso cuando más de la mitad de los accionistas de la SPAC están a favor de un acuerdo.

Diferencias Respecto a un IPO Tradicional

Costos de una SPAC Versus un IPO Tradicional

Casi que por intuición se podría pensar que, debido a sus menores requisitos y mayor simplicidad, el costo final para una empresa de salir al mercado vía SPAC sería mucho menor que haciéndolo por la vía de IPO tradicional. Esto no resulta tan claro, de acuerdo con ciertos autores, tal como Gahng et al. (2021), ya que en la mayoría de los casos relevados por los mismos la realidad se trata justamente de lo contrario, pero no existe uniformidad de resultados o conclusiones

Gahng et al. (2021) resumen los costos de un IPO tradicional para una empresa principalmente en: costos directos de las comisiones de los colocadores y costos indirectos derivados del *underpricing*, por ejemplo: el dinero que se deja de ganar por este menor precio fijado. Para los costos de una SPAC, agrega a los mencionados para el IPO, costos indirectos de la dilución accionaria, que pueden ser las acciones en manos de los sponsors y los warrants de los accionistas de la SPAC y los sponsors. Los autores exponen los resultados del análisis de un muestreo estadístico, donde concluyen que tanto a nivel de costo total sobre efectivo recaudado, como costo sobre capitalización post-emisión, los costos de emisión vía de-SPAC son significativamente mayores respecto a un IPO. La mediana para el caso de las de-SPACs, en costo sobre capitalización post-emisión es de 15,1%, mientras que para los casos de IPO se ubicaron en 3,2% y además señalan que estas disparidades no se explican por diferencias de tamaño de transacción, ya que se trabajaron sobre muestras similares, con tamaños promedios de alrededor de 650 millones de USD. Sin embargo, es importante destacar que no podemos observar contrafactuales, es decir, cuánto costaría si una empresa eligiera una manera alternativa para cotizar en bolsa, para comparar directamente los costos relativos.

Klausner et al. (2021), van más allá y realizan un profundo análisis de los aspectos que podrían ocasionar estas diferencias de costos relativos. Los autores comparan el valor total posterior a la fusión, de los valores que reciben los nuevos inversores con el efectivo neto que entrega la SPAC, considerando a la diferencia entre ambos como el costo que asume la compañía objetivo. Los autores llegan a valores, en términos relativos de costo sobre capitalización de mercado, similares a los descritos por Gahng et al. (2021). Klausner et al. (2021), continúan su análisis, calculando los costos relativos utilizando el valor ajustado al mercado de las acciones de la SPAC a un año, en lugar de la semana siguiente a las fusiones de-SPACs. Los costos se reducen notablemente a un 3,5% de la capitalización de mercado posterior a la fusión. Los autores interpretan estos hallazgos, en términos de que las empresas objetivo han estado dispuestas a aceptar los términos de las fusiones de-SPACs porque consideraban que esos términos reflejaban el verdadero valor de sus negocios, incluso si le tomó tiempo al mercado darse cuenta. Además, agregan el cuestionamiento de qué tan plausible sería que los propietarios de una empresa absorban costos casi tres veces más altos que un IPO tradicional.

Como se verá a continuación, en la descripción de las ventajas de las SPACs, existen otros factores a analizar que contribuyen a la composición de los costos de una empresa hacerse pública. Algunos de éstos, como la influencia del sponsor o la posibilidad de optimizar el *underpricing* que existe en las IPOs tradicionales, son muy específicos de cada industria, de cada momento específico o incluso empresa por empresa según sus características. Por lo cual, resulta complejo hacer una comparación masiva y estandarizada de los costos reales de optar por una vía de-SPAC o IPO tradicional.

Ventajas de las SPACs sobre IPO Tradicionales

Si desde el punto de vista del costo de salir al mercado no existe una ventaja para las empresas, la pregunta es: ¿por qué elegir avanzar con una SPAC en vez de un IPO tradicional? Gahng et al. (2021) señalan una serie de posibles puntos positivos de encarar la cotización pública por el camino SPAC.

Los Pergaminos del Sponsor

El primer aspecto ventajoso mencionado por los autores es aprovechar los pergaminos y el asesoramiento del sponsor, asimilable a una inversión de *Venture Capital*, donde el aporte no es solamente de dinero, sino también de capacidad de gestión. Hsu (2004) documenta que las *start-up* o empresas en fase inicial aceptan ofertas con descuentos de valuación *pre-money* de entre el 10 % y el 14 % realizados por *Venture Capital* con una gran reputación por considerar que las cuestiones más allá de las financieras son importantes y traerán un beneficio a futuro. En el mismo sentido, Gahng et al. (2021) sostienen que los empresarios que decidieron salir a bolsa mediante la fusión con una SPAC a menudo mencionan la perspectiva empresarial, capacidad de gestión y visión de negocios que los sponsors pueden aportar a sus empresas.

El Tiempo es Dinero

En algunos casos pueden obtenerse algunas ventajas derivadas de un proceso de salida al mercado más acelerada que un IPO tradicional. El tiempo que lleva hacer un IPO tradicional puede estimarse en 5 a 6 meses, desde la redacción de la documentación de registro ante el regulador, que puede ser de un mes aproximadamente, hasta la fecha efectiva de salida a la bolsa de valores. Gahng et al. (2021) analizaron datos que arrojaron un promedio de 153 días desde el anuncio hasta la concreción de la fusión, en el caso de negocios que se hicieron públicos vía SPAC. Los autores agregan que es difícil estimar tiempos previos de negociación, pero en principio si se consideran unos 30 días, por lo que no habría ventaja significativa en tiempo para aquellas empresas que posean estados financieros auditados. Sin embargo, para las empresas operativas sin estados financieros auditados, la vía de-SPAC puede ser más rápida.

El Futuro es lo que Importa

Los autores continúan con un tema muy sensible y que se discutirá profundamente en este trabajo, puntualizan que ciertas empresas que desean hacer proyecciones para maximizar sus valoraciones *pre-*

money pueden beneficiarse de la fusión con una SPAC, aprovechando un arbitraje regulatorio. En los EE. UU., las proyecciones de ingresos o ganancias son comunes en los anuncios de fusión para los que se necesita la aprobación de los accionistas, ya sea una fusión entre dos empresas operativas o una fusión entre una SPAC y una compañía operativa. Estas proyecciones están protegidas en gran medida de demandas con una disposición de *safe harbour* o puerto seguro en las leyes de fusiones de ese país, tal como indica Cazier et al. (2019). Pero esta protección no se da para las IPOs tradicionales: en el caso de las fusiones de-SPACs, los demandantes tienen la carga de la prueba para demostrar que la alta dirección hizo declaraciones engañosas a sabiendas, en lugar de simplemente haber tenido mala suerte, si la empresa no cumple con las proyecciones. Entonces, resulta muy tentador para una empresa inflar sus proyecciones y salir a través de una fusión de-SPAC, pudiendo atraer a inversores a pagar más por sus acciones, con un riesgo muy bajo de penalidad, versus tener que hacer un trabajo muy fino y conservador en una guía prospectiva de un IPO. Con la posibilidad de hacer proyecciones demasiado optimistas, los accionistas de una SPAC serán más propensos a aprobar una fusión que lucirá muy atractiva.

Asegurar el Negocio

Siguiendo con la lista de ventajas, los autores aseguran que la fusión con una SPAC puede brindar una certeza mayor de la concreción de la operación en comparación con un IPO tradicional. Analizan que un IPO tradicional, el precio y los ingresos se negocian después de un *roadshow* y de haber observado las indicaciones de interés de los inversores potenciales, lo que hace que los términos sean inciertos hasta el último día. Los términos y condiciones de fusión de-SPAC, implican acordar un valor de la empresa operativa *pre-money* que se negocia antes de conocer información adicional sobre la visión del mercado. Sin embargo, debido a que aún existe incertidumbre sobre la tasa de rescates, las compañías operativas negocian el efectivo mínimo que se debe entregar como condición de cierre. En el peor de los casos, cuando los sponsors no puedan entregar el efectivo mínimo, las empresas aún pueden renunciar a esta condición y salir a cotizar en bolsa sin recaudar mucho capital.

Flexibilidad de Movimiento

El quinto punto a favor listado por Gahng et al. (2021), es que una fusión de-SPAC ofrece potencialmente mayor flexibilidad, hecho que resulta más atractivo para los accionistas de la empresa emisora que un IPO tradicional. En un IPO tradicional, si hay una demanda débil, la compañía emisora tendría que reducir el precio y el tamaño de la emisión para preservar el trato, en cambio, en una fusión de-SPAC, se pueden negociar características contingentes, como cláusulas de adjudicación diferida o *vesting*, además de términos atados a ganancias futuras o *earn-outs*. Las cláusulas *vesting* incluyen la adjudicación de acciones u opciones de la compañía en un futuro, luego de haber cumplido ciertos objetivos determinados al momento de la transacción. Por su parte, tal como define Weinstein (2010), las disposiciones de *earn-out* son obligaciones de pago contractuales que aumentan el importe de una contraprestación pagada por un negocio si se cumplen ciertos hitos de desempeño determinados por las partes. Por ejemplo, las acciones de los sponsors generalmente están sujetas a disposiciones de *lock-up* o bloqueo y/o *vesting* u otorgamiento. Estas características contingentes brindan flexibilidad de contratación entre las diferentes partes interesadas para las SPACs, pudiendo los sponsors o colocadores ceder parte de su compensación para cerrar un negocio que pueda verse en riesgo, por ejemplo, por una expectativa de altas tasas de rescate.

Esquivar el Underpricing

Existen modelos teóricos de IPO tradicional que enfatizan el papel de la producción de información por parte de los inversores para explicar el *underpricing* o subvaluación de las empresas que se hacen públicas a través de IPO tradicionales. Chatterjee et al. (2016) explican que, en particular, estos modelos han observado que la subvaluación se relaciona positivamente con el riesgo de la empresa. Además, empresas caracterizadas por una mayor asimetría de información tenderán a tener un precio más bajo en promedio. Se observa también, que la volatilidad en los rendimientos de los días iniciales es mayor cuando se trata de empresas difíciles de valorar, como lo son las empresas jóvenes, pequeñas y

tecnológicas, por lo tanto, son castigadas con una mayor subvaluación en general. Las empresas que se podrían fusionar con una SPAC justamente en su mayoría son empresas del tipo mencionado, por lo cual serían severamente castigadas en precio a la hora de un IPO tradicional.

Gahng et al. (2021) a partir de su investigación, en la que observaron una tendencia de rendimientos negativos de las de-SPACs, concluyeron que las valoraciones que se negocian son, en promedio, más altas en relación con comparables de IPO tradicionales, dejando de lado el *underpricing* que ocurre en general en las IPOs tradicionales. En general las empresas en mercados privados se venden con descuento en relación con compañías públicas, un efecto se conoce como prima de liquidez, ya que la liquidez en el mercado es un factor más de riesgo y el riesgo se paga. Entonces, si una SPAC puede negociar una fusión sobre la base de una valuación de mercado privado de la empresa operativa, una fuente de valor sería el aumento de valuación que se produce cuando la fusión hace que las acciones sean más líquidas. De acuerdo con los estudios de los autores mencionados anteriormente, las empresas objetivo se quedan con al menos una parte del beneficio de la prima de liquidez al momento de la fusión de-SPAC.

Los Riesgos Para un Inversor No Sofisticado

Analizando desde la óptica del inversor minorista o no sofisticado, comprometer dinero en una empresa que aún no tiene activos operativos ni un plan de negocios parecería apostar al éxito de una alta dirección con buenas ideas, capacidades y voluntad para hacer buenos negocios. A esto se le agrega la consideración del riesgo que traen aparejadas las cuestiones estructurales propias de la SPAC, que pueden generar inconvenientes no deseados: entre los más importantes, los incentivos del sponsor y la alta dirección para cerrar una fusión dentro del período límite de 24 meses y la debilidad regulatoria en algunos aspectos. Con esta descripción, es posible que la mayoría de los inversores minoristas no se acercaría a este instrumento. Sin embargo, como se desarrolla a lo largo del trabajo, es importante conocer en profundidad el mecanismo del instrumento, que como herramienta de inversión cambia sustancialmente a lo largo de la vida de la SPAC, para poder realizar un análisis más preciso de que acciones tomar en cada etapa del proceso y a que riesgos se expone el inversor.

Además, el hecho de tratarse de un instrumento complejo, compuesto por varias partes y un proceso específico desconocido por la amplia mayoría del público, podríamos extender la frase atribuida a Warren Buffet, mencionada por Colombo (2018), “nunca invierta en un negocio que no pueda entender”, a que nunca se invierta en un instrumento que no pueda entender. La gran mayoría de los sponsors de las SPACs son multimillonarios profesionales en los negocios, asesorados por los mejores en su rubro, tanto respecto a cuestiones legales como financieras y, puede verse acentuada la asimetría de información respecto a un inversor no sofisticado.

En línea con lo descrito anteriormente, Rodrigues y Stegemoller (2021), plantean que la disociación de los intereses económicos y de voto, refiriéndose a la dinámica de poder votar a favor, pero luego rescatar sus acciones, representa un peligro particular para los inversores minoristas, si tenemos en cuenta que los mercados públicos están impulsados en gran medida por grandes actores como los fondos de cobertura y los inversores institucionales. Las empresas realizan muchas presentaciones periódicas, pero en general los inversores minoristas no consultan estos documentos y mucho menos los examinan en detalle. Los grandes inversores tienen analistas para realizar investigaciones sobre la industria y leer prospectos, y sí leen las presentaciones públicas de las empresas. Siempre que los incentivos económicos estén alineados, los inversores minoristas se benefician de los grandes jugadores por una dinámica natural de mercado que los protege. El precio de mercado subirá o bajará dependiendo de las actuaciones de esos grandes inversores en el caso de acciones, por ejemplo, pero al tratarse las SPACs de un instrumento tan complejo y particular, con incentivos de aprobación de una transacción desalineados, con liquidez acotada, cuando los inversores minoristas reaccionen puede ser demasiado tarde.

Klausner et al. (2021), evidencian que los inversores en las SPACs IPOs son, en su gran mayoría, fondos de inversión institucionales, con más de 100 millones de USD bajo administración. Los autores

señalan que, en promedio, estos fondos en conjunto ostentan un 82% de las acciones posteriormente al SPAC IPO y un 79% previo a la fusión de-SPAC. Además, es interesante notar que, en promedio el 92% de los inversores originales del SPAC IPO venden sus tenencias en el momento entre el anuncio de la empresa objetivo y la fusión de-SPAC. Los autores concluyen que, este patrón de inversión de IPO y posterior desinversión, seguido de la atracción de nuevas inversiones de capital en el momento de una fusión, muestra que las SPACs IPOs y las fusiones de-SPAC son esencialmente independientes entre sí. El rol principal de los inversores de la SPAC IPO es crear el vehículo público que se utilizará más tarde para hacer pública una empresa privada a través de una fusión en la que invertirán nuevos accionistas. Esa transacción es, de hecho, un IPO de la empresa objetivo, en la que los inversores de la SPAC IPO generalmente no desempeñan ningún papel.

Un poco de Historia

Su Antecesor: Las Compañías de “Cheque en Blanco”

En la actualidad, cuando se habla de SPACs, suele confundirse o usarse como sinónimo el término *blank check companies* o compañías de cheque en blanco. Ambos conceptos, si bien comparten ciertas características, poseen diferencias clave y deben analizarse teniendo en cuenta las mismas. Tal como lo presenta Sjostrom (2008) “Las SPACs representan la reencarnación de las compañías de cheque en blanco”.

La SEC (2018) en la *Securities Act 1933*, o Ley de Valores de 1933, en su sección 230.419, más conocida como Regla 419 introducida en la reforma del año 1992, define a las compañías de cheque en blanco con dos características centrales. En primer lugar, “una compañía en desarrollo que no tiene un plan o propósito de negocios específico o ha indicado que éste es fusionarse o adquirir una compañía aún no identificada o empresas, u otra entidad o persona.” Recurrimos a la definición de la SEC en su Regulación S-X (17 CFR parte 210) para entender el concepto de compañía en desarrollo, donde las define como aquellas que: “se encuentran dedicando sustancialmente todos sus esfuerzos a establecer un nuevo negocio y existe cualquiera de las siguientes condiciones: las operaciones principales planificadas no han comenzado o han comenzado, pero no ha habido ingresos significativos de las mismas.” En segundo lugar, “que esté emitiendo *penny stocks* o acciones de centavos según la definición de la Regla 3^a51-1 (17 CFR 240.3^a51-1) de la Securities Exchange Act of 1934.” La SEC (2022a), en dicha regla proporciona una amplia definición de qué se considera *penny stock*, en lo que podemos destacar como más relevantes: que tengan un activo neto tangible menor a 2 millones de USD si tuvieron operaciones continuas en los últimos 3 años o 5 millones de USD si son menores a 3 años las operaciones continuas o ventas promedio de 6 millones de USD en los últimos 3 años.

Tal como lo resume Sjostrom (2008), la Regla 419 de la SEC requiere, entre otras cosas, que las compañías de cheque en blanco: mantengan el 90% de los ingresos netos de la IPO en un cuenta *escrow* o en garantía hasta que complete una adquisición, restringe la adquisición de un negocio a que el valor represente al menos el 80 por ciento de los ingresos de la oferta, prohíbe la negociación de los valores de la compañía hasta que se encuentre consumada la adquisición, requiere la devolución de los fondos a los inversores si no se concreta una adquisición dentro de los 18 meses post IPO.

Estas cifras mencionadas anteriormente son fácilmente alcanzadas por la gran mayoría de las SPACs, por lo cual quedan automáticamente excluidas de la definición de *blank check company*, siendo una marcada diferencia. Sin embargo, para contribuir a la confusión, tal como menciona Sjostrom (2008), muchas SPACs agregan algunos puntos previstos por la Regla 419 a sus prospectos de IPO para atraer inversores. El otro punto bien marcado para diferenciarlas es que las SPACs no prohíben su cotización en los mercados y de hecho en general lo hacen inmediatamente post SPAC IPO.

Los Abusos de los Años 80 y la Ley PSRA (Penny Stocks Reform Act)

Para entender las causas de la reforma impulsada por el Congreso de los EE.UU., conocida como la *Penny Stocks Reform Act* o Ley de Reforma de Acciones de Centavos, es necesario visitar los sucesos

que acontecían a fines de los años '80. Según lo relatado por Heyman (2007), las *penny stocks* eran un área plagada de graves abusos y las compañías de cheques en blanco eran una forma común en la que se realizaban actividades fraudulentas. Debido a que este tipo de acciones carecía de una regulación específica, no se negociaban en una bolsa de valores nacional, quedaban fuera del radar de la SEC e incluso de reguladores de los estados, por lo que eran una herramienta muy utilizada para manipular expectativas de inversores minoristas. Existían esquemas donde agentes de bolsa operando *boiler-rooms* u oficinas clandestinas, llamaban a inversores potenciales para venderle acciones a precios inflados y así obtener un beneficio entre éste y el precio comercial real. Según el autor, entre 1987 y 1990 hubo aproximadamente 2.700 ofertas de compañías de cheque en blanco. Greenspan (2021) menciona que los reguladores descubrieron que los operadores de acciones de centavo estaban perdiendo aproximadamente 2 mil millones de USD por año debido al fraude generalizado, en gran medida por compañías de cheque en blanco.

La preocupación era tan aguda que los reguladores recomendaron que el Congreso de los EE.UU. las prohibiera por completo, argumentando los inversores no podrían ayudarse a sí mismos. Como respuesta a ello el Congreso aprobó la Ley de Reforma de Penny Stock de 1990 (PSRA), que si bien no prohibió las ofertas de las compañías de cheques en blanco, a partir de allí quedaron definidas y se promulgó una regulación destinada a restringir su oferta, incluida la adición de una enmienda a la sección 7 de la Ley de Valores que instruía a la SEC a hacer reglas especiales con respecto a las declaraciones de registro presentadas por un emisor que fuera una compañía de cheques en blanco.

La Regla 419 de la SEC

Como respuesta a la PSRA, la SEC emitió la Regla 419, que cubre la regulación de las ofertas de compañías de cheques en blanco. Varias características de la Regla 419 son notables por proporcionar los borradores en torno a los cuales se desarrollaron las SPACs. Primero, un paso atrás a la PSRA, que también agregó un nuevo párrafo a la Ley de Bolsa de Valores de 1934 que define a las acciones de centavos. Las características clave de la definición de acciones de centavos que conciernen al desarrollo de las SPACs incluyen: no cotizar en una bolsa de valores nacional, un precio de acción inferior a 4 USD por acción, capital contable de menos de 5 millones de USD o un valor de mercado de menos de 50 millones de USD. La regla 419 también define específicamente una compañía de cheques en blanco como una compañía que emite acciones de centavo, de acuerdo con la definición de la Ley de Bolsa de Valores. Después de la PSRA, las SPACs se estructuraron deliberadamente para evitar caer en la clasificación de acciones de centavo en la SPAC IPO, esto es a valores por encima de los 4 USD por acción y recaudando al menos 5 millones de capital accionario y, por lo tanto, eximiendo a la SPAC del cumplimiento de la Regla 419, lo que proporciona beneficios importantes para las SPACs.

Greenspan (2021) continúa describiendo que las características de la Regla 419 destinadas a proteger a los inversores dieron como resultado que las ofertas de cheques en blanco cayeran en picada después de la PSRA: a principios de la década de 1990, había menos de quince. El primer punto y tal vez el que mayor seguridad y protección brindó a los inversores en ese momento del uso indebido o la apropiación de los fondos en el período previo a la transacción, es que los ingresos del IPO deberían permanecer en una cuenta de depósito en garantía o *escrow* hasta que se apruebe la compra. Otro punto nuevo, es que se debía presentar una enmienda posterior a la vigencia cuando se identifica una empresa objetivo que incluye estados financieros de la empresa de cheques en blanco y la empresa objetivo. El tercero de los puntos salientes es que los inversores pasaron a tener el derecho al rescate de su inversión, incluidos los intereses, menos algunos gastos de operación y transacción. Otros puntos importantes fueron que la adquisición debería producirse utilizando el 80% de los fondos recaudados en la oferta y esta adquisición debería ocurrir dentro de los 18 meses o en caso contrario el dinero debería ser devuelto a los inversores.

SPACs de Primera Generación 1992-1999

Tal como propone Greenspan (2021), el período que va desde los años 1992 hasta 1999 se puede conceptualizar como una etapa de escepticismo, a pesar de los cambios introducidos por la PSRA. Tal como describe Schapiro (1990), luego de los abusos de los años '80, hasta el Congreso identificó específicamente las ofertas de cheques en blanco como un componente importante de las estafas de *penny stocks* y, por lo tanto, estas compañías se hicieron ampliamente conocidas por el fraude y quedaron manchadas por estos eventos. Llevaría muchos años recuperar la confianza de los inversores en el instrumento y asegurarse que realmente los efectos de la intervención fueran los deseados, corrigiendo las falencias previas.

El autor relata la experiencia fallida de los desarrolladores originales de la SPAC moderna, David Nussbaum y David Miller. Ambos, abogados de formación, se inspiraron después de invertir en un fondo ciego o *blind pool* a fines de la década de '80 que terminó en bancarrota unos años después. Ambos desarrollaron la SPAC para hacer IPOs de compañías de cheques en blanco, incorporando protecciones para los inversores, incluida la segregación del efectivo del IPO en una cuenta de depósito en garantía. Esto desviaría los cuestionamientos por el empañamiento de las estafas de la década anterior. Además, para evitar las características más estrictas de la Regla 419 de la SEC, los precios por acción colocador deberían situarse por encima de los 5 USD y el capital recaudado debería ser mayor o igual a 5 millones de dólares. Allí surge el concepto básico de SPAC conocido actualmente: un sponsor paga los costos legales y de suscripción de una oferta pública inicial en una nueva empresa cáscara y tiene dos años para usar el capital obtenido para comprar una empresa objetivo. Para ello se generan incentivos a través de warrants convertibles y el derecho de rescate de la inversión inicial en caso de no encontrar una empresa con la cual concretar una fusión.

SPACs de Segunda Generación 2003-2011

Para Greenspan (2021), a partir de mayo del 2003, se da un hecho relevante que marca el comienzo de lo que es la tercera generación de SPACs, cuando el mismo David Nussbaum, luego de enfrentar el cierre de su bróker GKN por conflictos regulatorios con la Asociación Nacional de Corredores de Valores, a través de su nuevo bróker EarlyBirdCapital, presentó el registro ante la SEC para Millstream Acquisition Corp. El autor sostiene que, si no fuera por la crisis financiera, el crecimiento constante de las SPACs tal vez hubiese continuado desde este punto sin interrupciones. Sin embargo, ciertas características en la estructura original hicieron que esta segunda generación de SPACs tuvieran resultados bastante mixtos, con varias fusiones de alto perfil que terminaron en quiebra y otras fusiones incapaces de consumarse debido a votaciones fallidas de los accionistas. En última instancia, esta generación de SPACs se caracteriza por los fondos de cobertura que explotan la mecánica de la votación de los accionistas para participar en el *greenmail* y obtener beneficios con ello.

El autor narra, que la SEC detuvo temporalmente la revisión de todos los registros de SPACs a principios de 2005 después de que una SPAC anunciara un acuerdo solo dos meses después de su IPO. Cuando se lanza una SPAC teóricamente aún no han identificado un objetivo, y si así lo hicieran deben divulgarlo junto con información sobre esa empresa, lo que cambia significativamente la carga de información y requerimientos. Un acuerdo tan rápido generó preocupaciones de que algunas SPACs no eran un cheque en blanco como se anunciaban a sí mismos, sino que usaban la figura de una manera desvirtuada para abiertamente evitar el trámite de un IPO tradicional.

SPACs de Tercera Generación 2011 a 2016

Greenspan (2021) caracteriza a la tercera generación de SPACs que salen a bolsa después de la crisis financiera derivada de las hipotecas *subprime* o de alto riesgo, con la estructura común a las SPACs actuales. Ofrecieron unidades de 10 USD con warrants ejercibles a 11,50 USD a través de un IPO, pero debido a las reglas de cotización retuvieron el voto de los accionistas, es decir, el titular también tendría derecho a conservar cualquier warrant o derecho especial, incluso si votara en contra de la fusión y

rescatara sus acciones. Aún más significativo, podrían votar favorablemente a la fusión y aun así rescatar sus acciones. A partir de allí, comienza a tomar protagonismo la *SPAC mafia* de los fondos de cobertura, que reconocen la unidad SPAC como un valor único con características atractivas que incluían protección frente a la baja del IPO y probabilidad de ganancias asimétrica ante una suba, por los warrants recibidos virtualmente gratis.

El autor señala que se comienza a llamar la atención del mercado por un tiempo y demuestra la institucionalización total de las SPACs en los niveles más altos de finanzas. Un caso relevante ocurre en 2012, cuando Justice Holdings Limited, cofundada por el multimillonario y gestor de fondos de inversión estadounidense Bill Ackman, llegó a un acuerdo atípico en ese momento para hacer pública la empresa Burger King. Sin embargo, el mercado se mantiene con una actividad pequeña, entre el 2% y 5% en relación con las IPOs tradicionales hasta el año 2014. En aquel entonces las SPACs se operaban en los mercados *OTC (Over The Counter)* o extrabursátil, por fuera de los grandes mercados institucionalizados, circunstancia que cambió a fines de 2016 cuando la SEC aprobó el cambio de reglas de NYSE, y el ajuste a los estándares de cotización que permiten a las SPACs negociarse en el NYSE, hecho que, en retrospectiva, parece ser uno de los catalizadores que desencadena el auge de las SPACs.

SPAC-Boom: la Cuarta Generación 2017 a la Actualidad

Observa Greenspan (2021) que, a fines del 2016, las piezas clave estaban listas para una expansión significativa de las ofertas de SPACs: los dos principales bancos de inversión, Morgan Stanley y Goldman Sachs, comienzan a suscribir SPACs a través de algunos acuerdos centrados en la industria de la energía para potenciar algunas empresas del sector en dificultades después de que los precios del petróleo colapsaron a fines de 2014 y la NYSE permitiendo la cotización de SPACs. Además, la inauguración de una nueva administración presidencial con un enfoque regulatorio de no intervención también puede haber desempeñado su propio papel. Para el año 2017 las SPACs representaron alrededor del 20% del capital levantado en el mercado de IPO. Lo que plantea el autor como punto de discusión es que las SPACs se basaron en el empuje de los colocadores y los mercados para popularizar y legitimar la estructura para un conjunto más amplio de inversores, preguntándose si las SPACs son un producto de Wall Street que se vende a inversores sin suficiente educación o atención a los detalles, tal como lo fueron en su momento las *blank check companies*. Esta cuarta generación se caracteriza por una intensa actividad por parte de los *sponsors* y un esquema de incentivos que difiere bastante de las SPACs de primera generación, y quizás no para bien.

Desarrollo

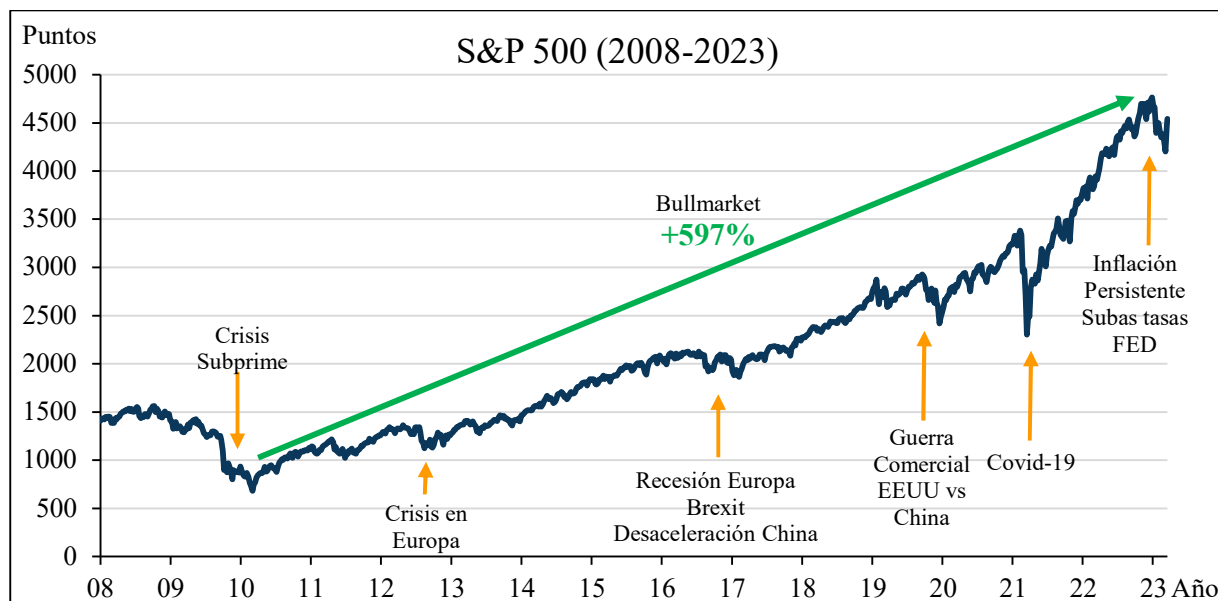
Los Años de Auge de las SPACs:—2019 - Actualidad

Los Mercados Financieros en los Últimos Años

Para entender el auge de las SPACs, es necesario poner en contexto la situación los mercados financieros en general en estos últimos años y cómo la búsqueda de retornos y oportunidades que cada vez eran más escasas fue alimentando cada vez más las inversiones de mayor riesgo, desarrollo de nuevas alternativas o la optimización de las ya existentes. Si nos situamos por ejemplo en el momento prepandemia COVID-19, los mercados financieros globales venían del mayor período alcista de la historia. Desde la crisis Subprime del año 2008, *bullmarket*, según la definición de Hayes (2023), término utilizado para referirse a un mercado alcista o con suba de los precios de los activos sostenida en el tiempo, era la única descripción válida para los mercados en general, y la pregunta era, ¿hasta cuándo y hasta dónde seguirán subiendo? Quizá la guerra comercial entre EEUU y China, alimentada por la administración Trump, podría ser un causante de algún desequilibrio macroeconómico que podría poner en riesgo esa curva ascendente, pero en los últimos años parecería que lo único que se debía hacer para ganar dinero era comprar cualquier activo financiero y esperar a que diera sus frutos. La Figura 4 muestra gráficamente la evolución del S&P 500, principal índice de referencia de los mercados de EE. UU., en los últimos 15 años.

Figura 4

Evolución del S&P500 2008 a la actualidad



Fuente: elaboración propia en base a datos de Yahoo Finance (2023).

Kämmerer et al. (2022) explican como la pandemia de COVID-19 golpeó, justo en un entorno de creciente incertidumbre, y la crisis de salud pública destruyó los mercados financieros en un colapso muy violento en el primer trimestre de 2020. Durante unos días, al parecer, los mercados estaban seguros de que el fin del mundo financiero estaba cerca. Cuando el mercado encontró su piso se produjo una gran diferenciación entre los “perdedores” del COVID, tales como, el sector de servicios, ocio y viajes, etc. y los grandes “ganadores”, principalmente empresas de tecnología, que recibió rápidamente mucha atención gracias al rendimiento extraordinario de estas empresas. Un evento sin precedentes fueron los *lock-downs*, o los bloqueos generalizados, que obligaron a las personas a quedarse en casa y lamentablemente frente a sus pantallas, en busca de entretenimiento y formas de gastar su dinero que antes destinaban a viajes, al ocio y entretenimiento. Muchas personas, especialmente las generaciones más jóvenes, encontraron la distracción perfecta en el mundo de la compraventa de activos financieros a través de aplicaciones de inversión recientemente lanzadas con un componente adictivo similar a las redes sociales.

Tal como se describe en *Reddit vs Wall Street: La Historia* (s.f.), la red social Reddit, se convirtió en el lugar de referencia para la investigación financiera, poniendo en marcha la burbuja bursátil de los memes stocks. Una acción meme se refiere a aquellas acciones de una empresa que han ganado popularidad viral debido a un mayor sentimiento social, que suele aumentar debido a la viralización a través de redes sociales y e internet. Reddit es el caso particular de una red social donde los usuarios pueden navegar a través de los temas de su interés. En ella se van formando comunidades en línea que pueden dedicar una gran cantidad de investigación y recursos en torno a un tema en particular. En el caso de las acciones de empresas, sin dudas el caso más famoso y que hizo encender las alarmas de Wall Street fue el *short squeeze* o corrida a los vendidos en corto, organizado sobre las acciones de GameStop, una compañía de videojuegos que venía en decadencia, en enero del año 2021. A través del foro de Reddit llamado Wall Street Bets, interactuaban un grupo de personas comunes que disfrutaban apostando su propio dinero en opciones de alto riesgo y retorno en el mercado. Un usuario notó que un gran fondo de cobertura había tomado posiciones cortas contra GameStop y entonces de manera organizada todos decidieron realizar compras que sabían que harían subir el precio. Finalmente sucedió lo que buscaban, también gracias al aporte del empresario tecnológico estadounidense Elon Musk quien a través de Twitter

escribió usando un juego de palabras “Gamestonk”. Luego de este hecho, tal como describen Greifeld y Lipschultz (2021), la acción pasó de 4,99 USD a 120,75 USD en una semana, una suba del 2.200% que implicó pérdidas de unos 6 mil millones de USD a los fondos que estaban vendidos en corto sobre la acción. Este caso no fue el único, sino que también las redes sociales han jugado un papel importante en la disparada de precios de manera similar, de AMC Entertainment, Nokia y Blackberry, entre otras.

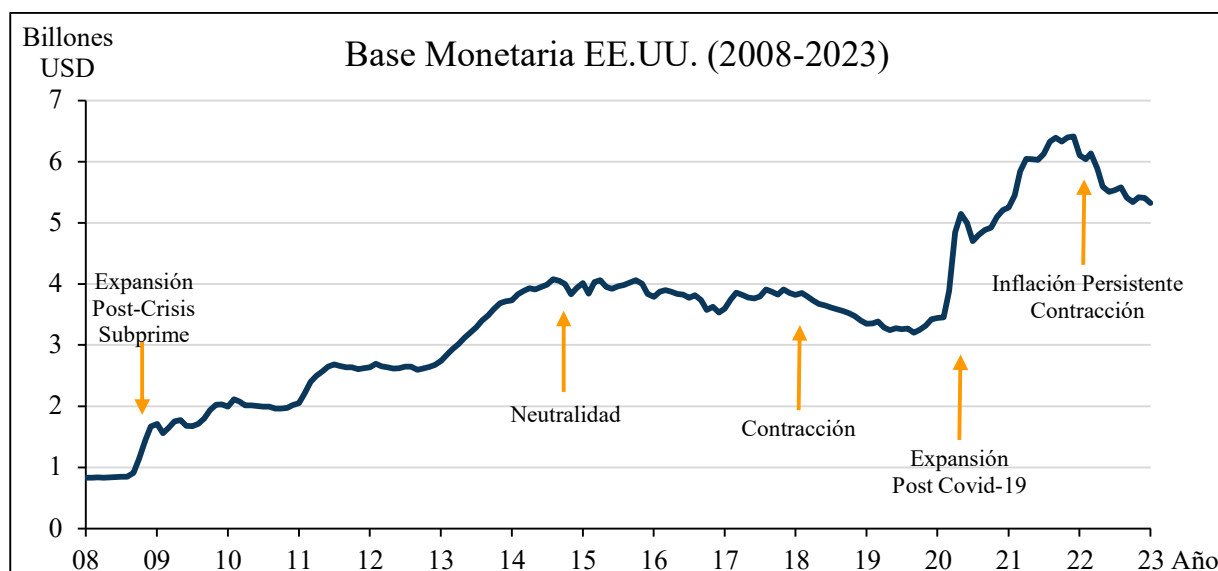
El Rol de la Reserva Federal y los Bancos Centrales del Mundo

Luego de la Crisis Subprime del año 2008, la FED y los principales Bancos Centrales del mundo tomaron un rol muy activo en la recuperación de las economías. Por un lado, con bajas de tasas de interés de referencia y por otro lado con lo que se conoce como *quantitative easing* o expansión cuantitativa, que es una forma de política monetaria en la que un Banco Central, compra activos financieros en el mercado para reducir las tasas de interés y aumentar la oferta monetaria.

Putniņš (2021), hace un interesante análisis acerca de cómo ha impactado la política monetaria expansiva de los últimos años en los mercados de valores. Se produjo una desconexión de éstos con la economía real durante la pandemia de COVID-19, según muchos analistas del mercado. Por ejemplo, el índice S&P 500 de EE. UU. aumentó un 31 % desde el 23 de marzo de 2020 en el período de dos meses, llegando de vuelta a los niveles vistos por última vez inmediatamente antes del brote de COVID-19 (niveles de octubre de 2019), a pesar de un flujo de información sobre deterioro de las condiciones económicas y retrocesos en el control de la pandemia. Si recurrimos a la teoría monetaria y su máximo exponente Milton Friedman, que sostiene que “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”, podemos encontrar una relación entre el nivel de precios y el crecimiento de la base monetaria en los EE UU en los últimos años. Si bien la inflación medida como Índice de Precios al Consumidor ha sido el foco de las noticias a partir del año 2021 podemos decir que la inflación ya se encontraba presente desde hacía varios años, a través de una inflación de activos en los mercados financieros. La Figura 5 ilustra la evolución de la Base Monetaria en EE. UU. desde el año 2008 hasta la actualidad.

Figura 5

Base Monetaria en EE. UU. desde el año 2008 hasta la actualidad.



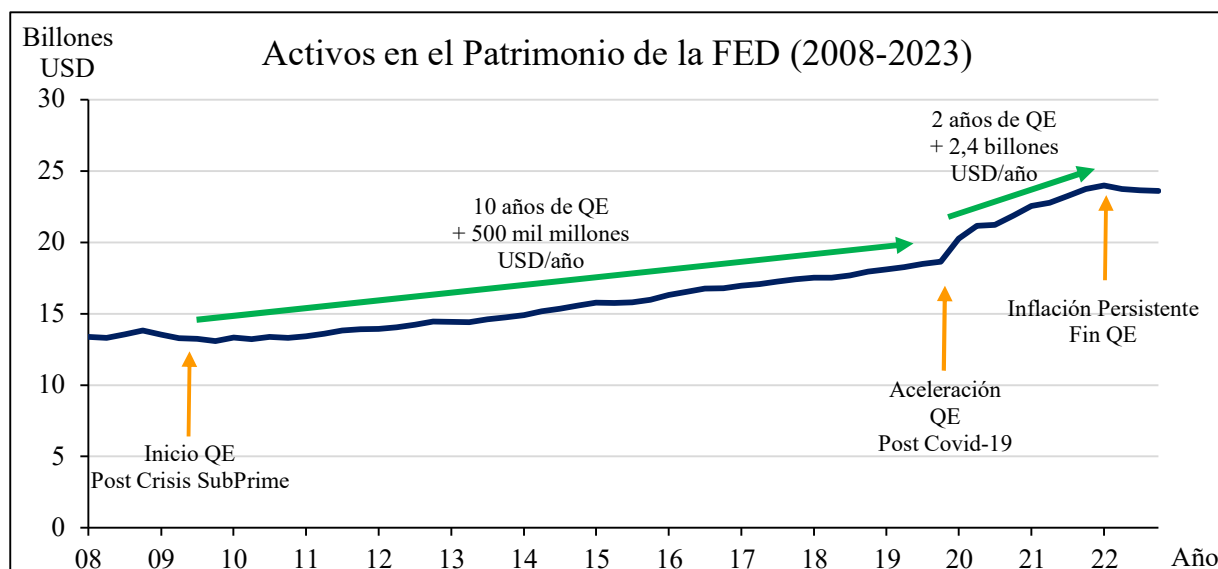
Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco de la Reserva Federal de Saint Louis de EE.UU. (2023).

Putniņš (2021) también encuentra una fuerte relación entre el tamaño de los activos netos de la FED y la performance de los mercados bursátiles. La hoja de balance general cuenta los activos y pasivos

de la Reserva Federal por tipo, tal como lo hace un balance corporativo, proporcionando una declaración consolidada de la condición de los 12 bancos regionales que componen el organismo. Los activos consisten principalmente en títulos del gobierno que ha comprado y créditos otorgados a bancos y otras instituciones financieras y sus pasivos principalmente saldos de reservas bancarias y del Tesoro depositadas en la FED y dinero en circulación. La FED luego de la crisis del 2008 ha respondido a la caída de los precios de las acciones mediante la compra de activos, lo que a su vez tiende a hacer que los precios de los activos vuelvan a subir. Esto funciona de la siguiente manera: si una clase de activos tiene una disminución en su rendimiento esperado debido a que las compras de la FED elevan los precios (por ejemplo, bonos del Tesoro y valores respaldados por hipotecas o *Mortgage Backed Securities*), otras clases de activos se vuelven inversiones relativamente más atractivas, lo que lleva a que sus precios también sean impulsados hacia arriba, de modo que sus rendimientos esperados también disminuyen en proporción a la caída de los rendimientos a largo plazo. Por lo tanto, el primer canal a través del cual el *quantitative easing* afecta los rendimientos de las acciones es a través del cambio en los rendimientos de los bonos a largo plazo, lo que afecta las tasas de descuento de las acciones. El autor también entre sus hallazgos menciona que los sectores cíclicos, como los bienes de consumo duraderos y las acciones pequeñas, son mucho más sensibles a las intervenciones de la FED que los sectores menos cíclicos, como los servicios públicos y las acciones grandes. La Figura 6 muestra cómo han evolucionado los activos en poder de la FED desde el año 2008 hasta la actualidad.

Figura 6

Evolución de los activos en el Estado de Situación Patrimonial de la FED desde 2008 a la actualidad



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco de la Reserva Federal de Saint Louis de EE.UU. (2023).

QE: abreviatura de quantitative easing

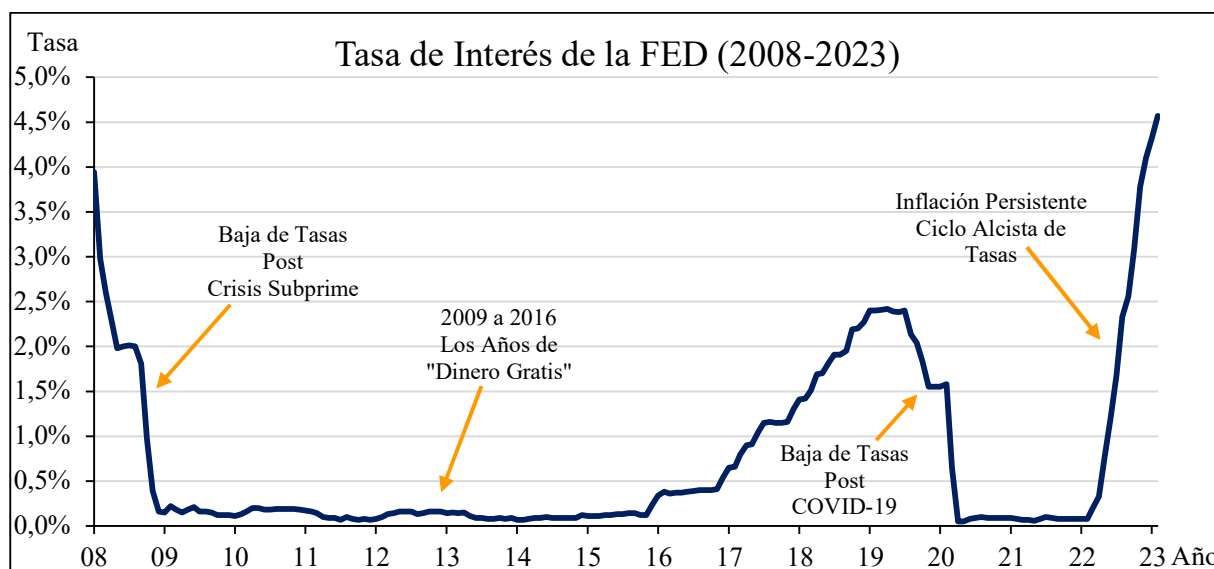
En el caso de las SPACs más allá del tamaño, es importante la cuestión de los flujos de fondos futuros de las empresas al completar las fusiones. Tanto por las menores tasas de interés de política monetaria, como por las tasas implícitas en el rendimiento de los bonos a largo plazo, que tienden a caer cuando la FED compra valores de renta fija, lo que sucede es una reducción de la tasa de descuento de los flujos futuros de fondos de las acciones, por ende, sucede un incremento en su valor presente y un aumento en general de los precios de las acciones. El mayor impacto en las valuaciones ante una baja de las tasas de interés se da en aquellas empresas que se consideran “*growth*” o de crecimiento, que son aquellas que, si bien en los años más cercanos tienen *Free Cashflows* magros o incluso negativos, se consideran con un alto potencial de crecimiento con el tiempo debido a su negocio en general novedoso o

con un mercado aún inexplorado en su máxima expresión. Esto implica que para los efectos de una valuación mediante flujos de caja descontados o DCF, exista una mayor ponderación de los flujos más lejanos en el tiempo, incluyendo el valor terminal, por lo cual por un efecto valor tiempo del dinero se ven beneficiados en mayor medida por la caída de tasas.

Gara et al. (2020) coinciden en que a medida que la política de tasas de interés baja y dinero fácil de la FED impulsó al mercado de valores durante más de una década, era solo cuestión de tiempo antes de que las SPACs volvieran a estar de moda. Y así lo han hecho, con una fuerza sin precedentes. Post pandemia COVID-19 la FED y la mayoría de los bancos centrales de todo el mundo han tenido que volver atrás con el inicio de una política monetaria levemente más restrictiva iniciada durante el año de 2017 y entraron con fuerza con un recorte de la tasa de interés que pasó del 1,5 % en febrero del 2020, directamente al 0 %. La Figura 7 muestra cómo ha sido la tasa de interés de referencia de la FED entre los años 2008 y la actualidad.

Figura 7

Tasa de interés de referencia de la FED entre el 2008 y la actualidad



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco de la Reserva Federal de Saint Louis de EE.UU. (2023).

SPAC-Manía

El período que va desde mediados del año 2020 hasta fines del año 2021 quedó bautizado en la industria financiera como el período de la “SPAC-Manía”. Fueron tales el extremo entusiasmo, hiperactividad y euforia vivida en ese período que manía es la palabra que mejor describe el momento de la industria. El año 2021 marcó un récord histórico en los EE. UU., tanto en cantidad de transacciones como en monto generado.

El Boom de SPACs: 2020-2021

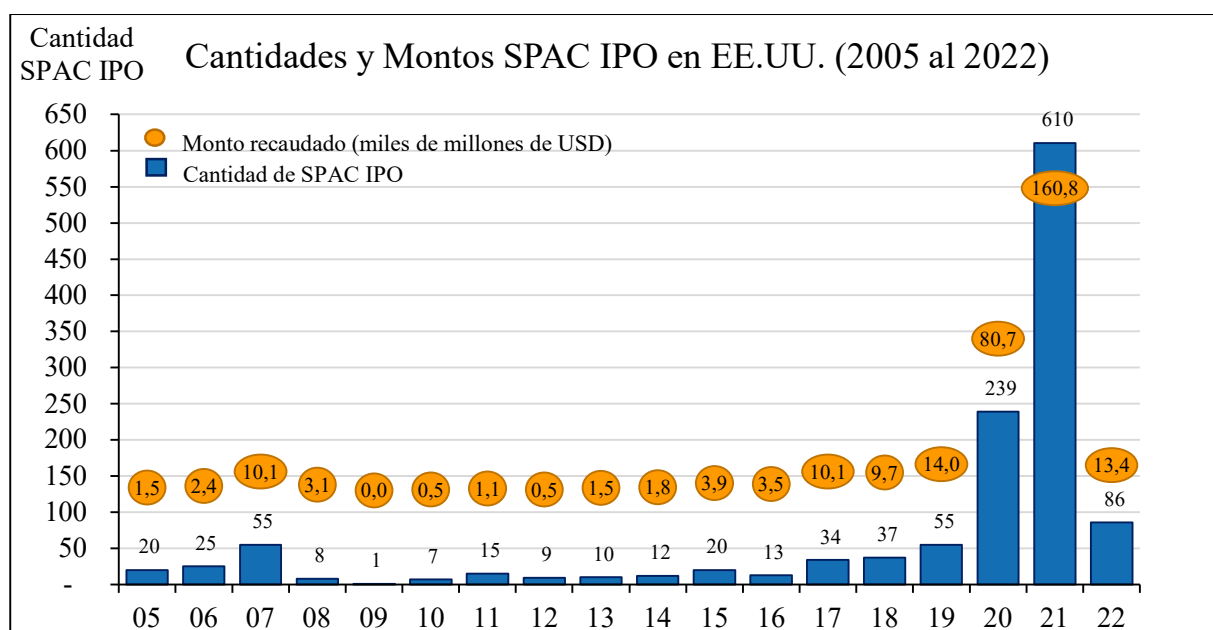
Con las tasas de interés en cero y la FED con programas agresivos de compra de bonos a través de su programa de *quantitative easing*, la liquidez en constante aumento, alimentada aún más por la respuesta fiscal a la crisis de COVID, los inversores estaban cada vez más urgidos de oportunidades de retornos, pero a la vez observando atentamente una posible reversión de las condiciones que cada vez parecía más cerca. Kämmerer et al. (2021) dice que el mundo de las finanzas en ese momento se enamoró rápidamente de las SPACs, ofrecían retornos libres de riesgo por un lado y por otro un potencial de suba importante a través de sus warrants. Era el instrumento perfecto para ese momento: si el mercado

continuaba alcista en un frenesí posterior a COVID, la participación en las ganancias por estas subas estaba garantizada a través de acciones ordinarias y warrants de las empresas de moda y con alto beta; y por otro lado si el mercado colapsaba y se liquidaba, el derecho de rescate proporcionaría protección necesaria a la baja.

Kämmerer et al. (2022) afirman que muchos de los primeros SPACs fueron un éxito rotundo, hecho que no pasó desapercibido por Wall Street y sirvió para aumentar el apetito por estos instrumentos y la búsqueda de nuevas oportunidades. Esto condujo a una proliferación de SPACs en los “temas” que funcionaron bien, como, por ejemplo, taxis aéreos, movilidad eléctrica, etcétera. En cada tema, solo había un número limitado de empresas de calidad listas para salir a cotizar en la bolsa. Entonces, con el tiempo, la oferta se fue agotando cada vez más. Sin embargo, parecía que a nadie realmente le importaba, ya que el entusiasmo de los inversores siguió aumentando, con el mercado subiendo y los primeros SPACs devolviendo muchas veces su valor en plazos extremadamente cortos. La Figura 8 muestra la dimensión de la explosión de transacciones de SPAC IPOs en los últimos años y la Figura 9 hace una apertura con mayor detalle de los últimos 4 años, donde se observa el pico de transacciones en el primer trimestre del 2021.

Figura 8

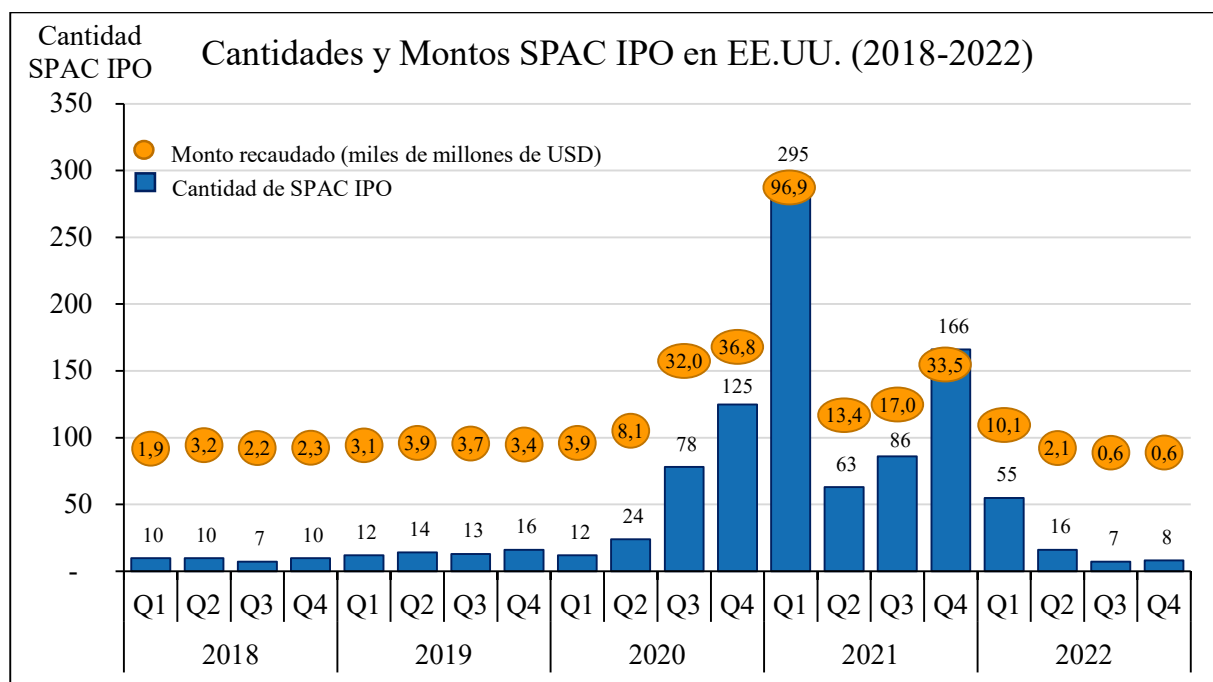
Cantidades y Montos de SPAC IPOs en EE.UU. (2005 al 2022)



Fuente: elaboración propia en base a datos SPAC Insider (2023) y O'Connor y Nazir (2023).

Figura 9

Cantidades y Montos SPAC IPOs en EE.UU. (2018-2022)

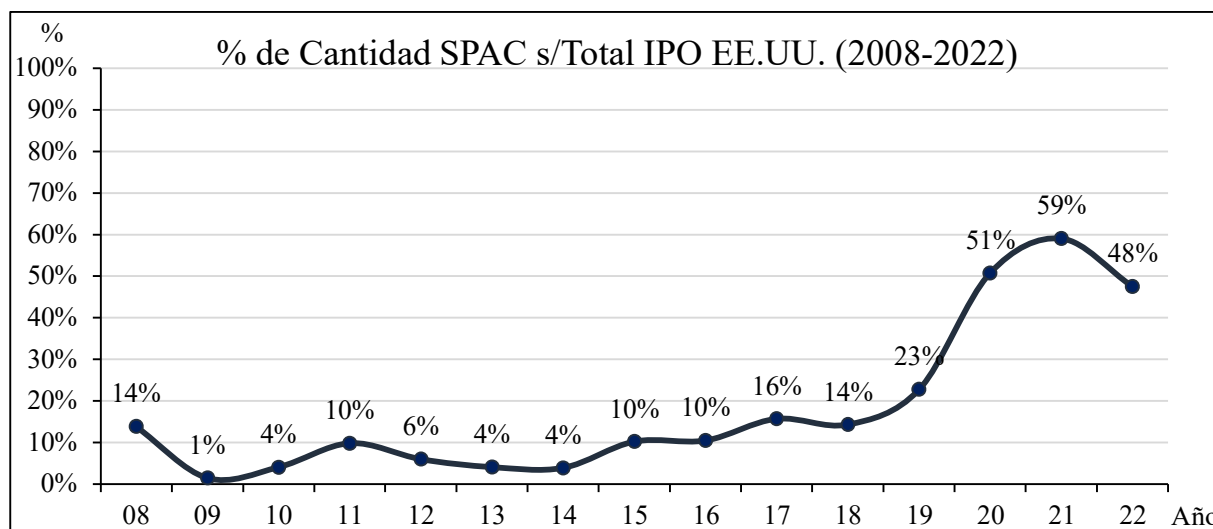


Fuente: elaboración propia en base a datos SPAC Insider (2023) y O'Connor y Nazir (2023).

Tal como se observa en la Figura 10, también en términos relativos de cantidad de SPACs sobre cantidad total de IPOs en EE. UU., los años a partir del 2019 representan un salto significativo en la cantidad de emisiones SPACs, pasando a representar alrededor del 50% del total de las transacciones IPO en los últimos años.

Figura 10

Porcentaje de Cantidad de SPACs Sobre Total de IPOs en EE.UU. (2008-2022)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Nasdaq (2023), Stockanalysis.com (2023) y O'Connor y Nazir (2023).

No solamente la cantidad y los montos totales de emisión crecieron vertiginosamente, sino que de manera individual las SPACs tuvieron tamaños nunca vistos. Parecía una competencia donde se proponían ser cada vez más grandes y ambiciosas. El promedio por transacción SPAC era hasta el 2019 de unos 200 millones de USD, pasando sin escalas al 2020 a un promedio de 400 millones de USD por transacción en los EE. UU. La Tabla 1 muestra el ranking actual de las SPACs en EE. UU. Ordenado de mayor a menor según el tamaño, donde podemos ver que predominan entre los 10 primeros lugares las transacciones de años 2020 y 2021.

Tabla 1

Ranking histórico por tamaño de las SPACs en EE.UU.

Posición	Fecha IPO	Nombre	Sponsor	Tamaño MM USD
1	Jul-20	Pershing Square Tontine	Bill Ackman	4.000
2	Jul-20	Churchill Capital Corp. IV	Michael Klein	1.800
3	Feb-21	Soaring Eagle Acquisition Corp.	Harry Sloan	1.500
4	Ago-20	Foley Trasimene Acquisition Corp. II	Willian Foley	1.300
5	Feb-21	Churchill Capital Corp. VII	Michael Klein	1.200
6	Feb-21	Austerlitz Acquisition Corp. II	William Foley	1.200
7	Mar-21	KKR Acquisition Corp. I	Henry Kravis	1.200
8	Feb-20	Churchill Capital Corp. III	Michael Klein	1.000
9	Oct-20	Social Capital Hedosophia Corp. VI	Chamath Palihapitiya	1000
10	Mar-17	Silver Run Acquisition Corp. II	Mark Papa	900
11	May-20	Foley Trasimene Acquisition Corp. I	Willian Foley	900
12	Ene-21	Thoma Bravo Advantage	Orlando Bravo	900
13	Feb-21	Jaws Mustang Acquisition Corp.	Barry Sternlicht	900

Fuente: elaboración propia en base a datos de Stock Analysis (2023) y Market Screener (2023).

Tal como describe Kämmerer et al. (2022), a pesar del frenesí que se vivía en mercado, debajo de la superficie, los riesgos se acumulaban. Se vivían un hambre de nuevas SPACs lo que llevó a que más y más empresas fueran el objetivo, entre ellas muchas de calidad cuestionable, ya sea porque no estaban lo suficientemente maduras para cotizar en bolsa o porque simplemente no eran un buen negocio. Muchas de estas empresas habrían tenido muchas dificultades para competir por el capital en el entorno mucho menos indulgente y más transparente de los mercados públicos. Entonces, un instrumento robusto al principio empieza a quedar distorsionado por los incentivos desalineados. Con el auge en el uso de la figura, empieza a disminuir la calidad de las empresas objetivo y con ello los riesgos se incrementan.

En los EE. UU. Existe el término “mercado de limones,” que puede aplicarse a las circunstancias que se vivían en el 2020 y 2021 sobre las SPACs. Se dice que una inversión “limón” es una inversión muy decepcionante en la que el rendimiento esperado ni siquiera está cerca de lograrse, y lo más probable es que termine costándole una parte o la totalidad del capital comprometido. Puede asociarse con una mala gestión del dinero, factores económicos, fraude financiero o simplemente mala suerte. En el caso de las SPACs, los inversores minoristas poco sofisticados que participaron en muchas de las inversiones en SPACs, terminan en el canasto de los limones, ya que en muchos casos no sabían qué era bueno y qué no, con un desconocimiento muchas veces de los detalles legales involucrados e incluso influenciados por

una propagación de noticias y publicidad acerca de las SPACs por parte de famosos e influenciadores de redes sociales.

Klausner y Ohlrogge (2023), amplían su análisis de retornos realizado durante el período enero 2019 a junio 2020, llegando hasta diciembre del 2022. Las conclusiones a las que llegan los autores son similares, los retornos promedio posteriores a la fusión de-SPAC son -62%; el exceso de retorno respecto al Nasdaq es negativo en 44%; respecto al Russell 2000 es negativo en 51%. Cuando se ajusta por el índice IPO de Renaissance Capital, los excesos de retorno promedio son negativos en 8%. Sin embargo, el rendimiento de las SPACs frente a las IPOs puede ser peor de lo que sugieren los rendimientos ajustados del índice de IPO, ya que este índice IPO sigue el desempeño de las IPOs durante una ventana móvil de dos años después de su fecha de oferta. Como resultado, los rendimientos del índice IPO reflejan una gran cantidad de IPO tradicionales que salieron antes de que comenzara el período de muestra. Si se observa el desempeño de todas las IPOs tradicionales desde julio de 2020 hasta diciembre de 2021, los rendimientos promedio negativos son del 36 %, lo que significa que la fusión promedio de-SPAC tuvo un desempeño inferior al de las IPOs tradicionales, en promedio en 26% durante el período de muestra. En la Tabla 2 se resumen los resultados analizados.

Tabla 2

Retornos post de-SPAC (2019-2022)

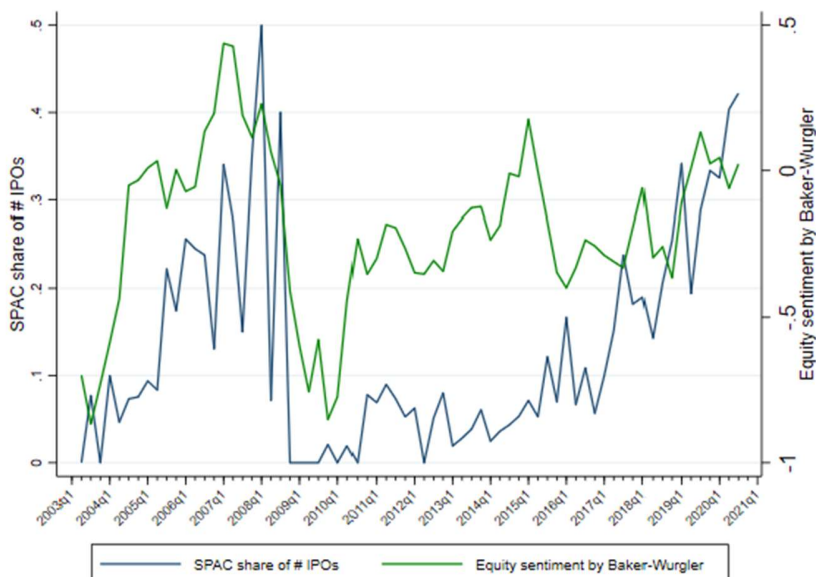
Indicador	%
Retorno Promedio	-62,4 %
Mediana de Retorno	-78 %
Exceso de Retorno Promedio (índice IPO)	-7,5 %
Mediana de Exceso de Retorno (índice IPO)	-21,4 %
Exceso de Retorno Promedio (Nasdaq)	-44,3 %
Mediana de Exceso de Retorno (Nasdaq)	-57,5 %
Exceso de Retorno Promedio (Russel 2000)	-51 %
Mediana de Exceso de Retorno (Russel 2000)	-63,2 %
Número de SPACs	243

Fuente: Klausner y Ohlrogge (2023)

Bai y Zheng (2021) analizaron si la situación alcista del mercado en general fue un factor explicativo en la actividad SPAC. Los autores llegan a la conclusión de que la participación de mercado de las SPACs está muy positivamente correlacionada con el sentimiento del mercado, situación que se ve ilustrada en la Figura 11 donde se observa un claro movimiento conjunto entre el sentimiento del mercado y la actividad de la SPAC. Sus pruebas empíricas muestran que un aumento de un desvío estándar en el índice de confianza del mercado, medido a través de la metodología de Baker y Wurgler (2006), se asocia con un aumento de 6,5% en la participación de mercado trimestral de las SPACs IPO. La medida del sentimiento del mercado de acciones puede explicar hasta el 31% de la variación en la actividad de las SPACs. El resultado es robusto al usar una reconstrucción del índice de confianza del mercado de Baker-Wurgler que excluye los componentes relacionados con las IPOs en el modelo, ortogonalizado el mismo con respecto a variables económicas: crecimiento de la producción industrial, del consumo real de bienes durables, del consumo real de bienes no durables, del consumo de servicios, el indicador de recesión NBER y el crecimiento del empleo.

Figura 11

Participación de las SPACs en el mercado total de IPO y sentimiento de mercado



Fuente: Bai y Zheng (2021)

Por su parte Blomkvist y Vulcanovic (2020), han buscado fuentes explicativas de la actividad SPAC en el VIX y en el VRP. El VIX es el Índice de Volatilidad de Opciones de la Bolsa de Chicago y se trata de una medida de la volatilidad esperada del mercado de valores de EE. UU. Conocido a menudo como el “indicador de miedo” del mercado, los inversores utilizan el VIX para medir el riesgo, el miedo y el estrés del mercado antes de tomar decisiones de inversión. El VRP *Variance Risk Premium* o varianza de la prima de riesgo, que representa la diferencia entre la volatilidad implícita y realizada de las opciones, que es positiva en promedio y se ha observado en acciones, así como en todas las clases de activos. La explicación más común de esta prima es que los inversores aceptan pagar una prima por protegerse a través de opciones contra caídas del mercado.

Los autores concluyeron que las emisiones de SPACs a través del tiempo tienen una correlación negativa con el VIX y el VRP, es decir, ante incrementos en la percepción del riesgo la actividad SPAC decrece. Atribuyen esto a la falta de voluntad de los inversores aversos al riesgo para participar en las emisiones de SPACs durante tiempos de alto VIX y VRP por la opacidad derivada del inexistente historial operativo de las SPACs, por lo tanto, tienen una mayor sensibilidad a éstos que un IPO tradicional.

Para poner en perspectiva algunos aspectos irracionales que se vivieron en estos años, tomamos el estudio de Klausner et al. (2021), quienes analizaron los precios de las acciones de las SPACs entre el día de su IPO hasta el día anterior al anuncio de una fusión desde enero de 2020 hasta noviembre de 2021, es decir, SPAC en búsqueda de un objetivo. A partir de octubre de 2020, los precios subieron a un máximo de alrededor de 11,50 USD en febrero de 2021 y luego volvieron a bajar a 10 USD a mediados de 2021. Los autores han llegado a la conclusión de que el precio de las acciones de aproximadamente 10 USD al que históricamente se han negociado las SPACs antes de anunciar una fusión es muy alto, inflado en relación con la cantidad de efectivo neto que una SPAC tiene que invertir en una fusión, en gran medida por el efecto de la dilución. Las acciones previas a la fusión normalmente se negocian a aproximadamente 10 USD porque se pueden canjear por alrededor de 10 USD cuando se propone una fusión. Que las acciones de las SPACs se negocien a un precio promedio superior a 10 USD significa que los accionistas creen que las SPACs negociarán de manera habitual acuerdos con objetivos que resultarán en precios de

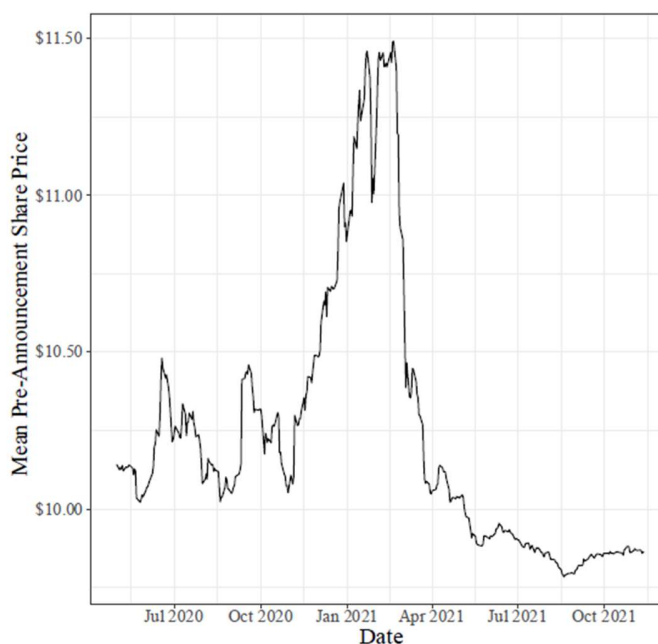
las acciones posteriores a la fusión por encima de 10 USD, lo que sería una gran exacción de valor para los accionistas pre-fusión de la empresa objetivo, o alternatively es que los accionistas de la SPAC confían en la “teoría del gran tonto” asociado con las burbujas de inversión, donde siempre habrá alguien a quien vender a un precio más alto.

La reacción de los precios de las acciones de las SPACs a los anuncios de fusión fue aún más dramática. Los precios promedios y medianos de las acciones el día después de un anuncio fueron de 15,77 USD y \$14,76 USD, respectivamente, durante el cuarto trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021. Una vez más, los accionistas se mostraron muy optimistas de que las SPACs posteriores a la fusión, por primera vez en la historia, serían buenas inversiones en términos generales, o creían que el próximo tipo creería en la exageración incluso más que ellos. Para los autores hay un momento claro de confirmación del pico de la burbuja, entre el cuarto trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021.

Para el segundo trimestre de 2021, los precios de las acciones de las SPACs volvieron aproximadamente a donde estaban antes de la burbuja, con precios medios previos a la fusión de aproximadamente 10 USD. Además, las SPACs que se fusionaron en el cuarto trimestre de 2020 y el primer trimestre de 2021 y que parecían ser grandes negocios para los inversores ahora se han deteriorado desde entonces y no han encontrado un piso en sus cotizaciones. A diciembre de 2021, los precios medio y mediano de esas SPACs han caído a 9,01 USD y 7,09 USD, respectivamente. Si los inversores hubieran rescatado sus acciones e invertido las ganancias en un índice de mercado, en diciembre del 2021 tendrían un valor aproximado de 12,35 USD. Y, por supuesto, si hubieran vendido sus acciones a precios inflados durante la burbuja, lo habrían hecho aún mejor. La Figura 12 ilustra cómo ha sido el comportamiento de los precios de las acciones de SPACs entre junio del 2020 y octubre del 2021.

Figura 12

Precios promedio de acciones de SPACs antes del anuncio de la fusión



Fuente: Klausner et al. (2021)

El Rol de los Sponsors, Venture Capital y Private Equity

Tal como lo definen Grylewicz et al. (2022), hay dos enfoques bien marcados acerca de la manera en la que actúa un sponsor: por un lado, un enfoque tradicional, PE-to-IPO, donde obtiene capital de inversionistas privados, adquiere una empresa, y posteriormente vende esa empresa a los mercados

públicos en un IPO. En este caso el sponsor actúa como *General Partner* o Administrador General de un *Private Equity*. Alternativamente, el sponsor puede emitir una SPAC para obtener capital directamente del mercado público antes de elegir una empresa para adquirir.

Continuando con la idea de estos autores, mencionan un punto clave para entender la preferencia por las SPACs, que son los incentivos y conflictos de intereses que se generan en el momento que los sponsors acceden a los mercados públicos. En el caso del financiamiento PE-to-IPO el sponsor accede al mercado público después de obtener capital del mercado privado y adquirir una empresa, por lo que los inversores en el IPO ya no pueden proveer incentivos al sponsor para rechazar la empresa con NPV negativo o de cuestionable calidad. En el caso SPAC, debido a que los inversores públicos no pueden observar el contrato entre el sponsor y los inversores iniciales o cualquier renegociación de este, el sponsor y los inversores privados iniciales tienen pocos incentivos para aceptar rechazar empresas de mala calidad. Si los inversionistas que ingresan en una etapa avanzada anticipan que el patrocinador tiene buenos incentivos, pagarán un alto precio por las acciones de SPACs en el mercado secundario. Como resultado, los inversores iniciales y el sponsor adquirirán una empresa mala y la venderán a un precio alto. Dicho de otra manera, al considerar una renegociación de incentivos, los primeros inversores y el sponsor consideran solo la suma de sus pagos y no el total a futuro.

La conclusión a la que arriban los autores es que compañías que se hacen públicas vía SPAC son menos rentables que empresas que llegan vía PE-to-IPO. Las empresas con un NPV positivo, pero bajo, no tienen acceso al financiamiento PE-to-IPO, pero pueden acceder al financiamiento SPAC, por ende, prefieren avanzar por esta vía para financiar su crecimiento. Este último punto se encuentra también confirmado con evidencias de la baja performance posterior a la adquisición de las SPACs (Klausner et al., 2020; Gahng et al., 2021).

Existe un importante debate acerca del rol que tomaron en la explosión de las SPACs del año 2020-2021, con algunas posturas muy críticas. Gara et al. (2020) ya hablaban en los medios que casi nadie ha notado la fuerza silenciosa que impulsa esta burbuja especulativa: un par de docenas de oscuros fondos de inversión como Polar Asset Management y Davidson Kempner, conocidos por los expertos como la “Mafia de las SPACs”. Aunque son reacios a hablar de detalles, los fondos de inversión de la “Mafia de las SPACs” decían en ese momento que los rendimientos rondaban el 20%, con una relación riesgo-beneficio fabulosa. Los autores agregan que un puñado de multimillonarios estaban estructurando tratos más justos con sus espacios, pero la mayoría de las ofertas de SPACs no venían con millonarios benevolentes adjuntos. Calculan que, en el 2020, de los 70 mil millones de USD recaudados, sponsors del estilo del empresario tecnológico estadounidense Alec Gores y esrilanqués ex Facebook Chamath Palihapitiya deberían obtener más de 10 mil millones de USD como contraprestación por las SPACs que lanzaron.

Para Kämmerer et al. (2022), no fue solo la creciente demanda de SPACs por parte de los inversores lo que aceleró la locura. Las firmas de *Venture Capital* y *Private Equity* estaban ansiosas por liquidar muchas de sus inversiones ya maduras, de una manera rápida y altamente lucrativa, sin el riesgo que presentaría un proceso de IPO en un mercado con alta volatilidad, en gran medida por una pandemia aún con final y consecuencias inciertas. Por lo tanto, la oportunidad de hacer oferta pública en un plazo mucho más corto a través de una SPAC fue una opción mucho más efectiva, sobre todo porque las SPACs generalmente están asegurados por inversores PIPE, que dan cierta seguridad de concreción de la transacción protegiendo del riesgo de fallar en la emisión.

Groh et al. (2022) han recopilado datos sobre 354 eventos de-SPACs y 1.248 IPOs entre enero de 2016 y marzo de 2022. Los datos muestran que una fracción sustancial de estos eventos está relacionada con la desinversión de empresas de *Venture Capital*, siendo 129 de las fusiones de-SPACs y 757 IPOs de empresas operativas respaldadas por *Venture Capital*. La posibilidad de “salir estratégicamente” según Faure-Grimaud y Gromb (2004) se basa en la asimetría de la información. Esta asimetría permite a los vendedores desinvertir “limones” mientras que los compradores creen que el motivo de la desinversión es

una restricción de liquidez o un shock alternativo similar que es opaco para los participantes del mercado financiero. Groh et al. (2022) no pudieron abordar los shocks como motivadores de las salidas debido a la disponibilidad de datos y la complejidad para determinar los principales inversores, especialmente para las salidas de SPACs. Sin embargo, el bajo rendimiento promedio del mercado secundario sugiere abrumadoramente la ocurrencia de “salidas estratégicas.” Tomar la salida rápida y no dejar dinero sobre la mesa, en lugar de construir una reputación a largo plazo, es la razón fundamental para las salidas de SPACs de los fondos de *Venture Capital*.

Por otro lado, estudios realizados por Lin et al. (2021), concluyen que uno de los factores más importantes en la performance de una SPAC es la red de contactos del sponsor en la industria de *Private Equity* y *Venture Capital*. Gompers et al. (2020), proporcionan evidencia adicional de esta afirmación. Los autores encuentran que un tercio de los acuerdos de los *Venture Capital* provienen de redes de contactos profesionales, y otro tercio de los acuerdos se generan a través de referidos de inversores y compañías administradoras de carteras. En total, dos tercios de los acuerdos se basan en relaciones personales y profesionales a través de una red de contactos sociales. Lin et al. (2021), agregan que una red de contactos sólida trae mayor acceso a financiación, incluso aportando inversores ante la necesidad de PIPE. Por último, mencionan que demuestra una señal de madurez y reputación de los sponsors, ya que construir relaciones de calidad supone confianza y reconocimiento del éxito. Por lo anteriormente expuesto, concluyen los autores que, una red de contactos amplia implica más dinero recaudado, menores tiempos para encontrar una empresa objetivo, explicaciones más detalladas de las decisiones de fusión y mayores retornos post fusión. Los autores agregan que, potencialmente, los sponsors podrían usar esta red de contactos para realizar fusiones con empresas objetivo de calidad cuestionable, lo que destruiría valor para los accionistas a cambio de la construcción de su riqueza propia. Sin embargo, los hallazgos obtenidos sugieren que en realidad la característica de una red de contactos amplia conduce al incremento de valor para los accionistas.

Continuando con la importancia positiva de los sponsors, Blomkvist y Vulcanovic (2020) llegan a la conclusión que los sponsors de SPACs pueden superar el problema de la falta de confianza dando señales positivas al mercado mediante la posesión de una porción más significativa de la SPAC a través de compras de *warrants* adicionales. La importancia de la señal positiva hacia el mercado aumenta en tiempos de alta incertidumbre y mayor aversión al riesgo.

A favor de los sponsors, juegan un rol central que muchas veces va más allá que un aporte financiero, de contactos, aportan experiencia de gestión. En la industria financiera es conocida la diferenciación entre *dumb money* o “dinero tonto” y “*smart money*” o “dinero inteligente”. Según la necesidad de cada empresa se inclinará por uno u otro, en el caso del *smart money*, viene además del dinero un valor agregado y posibilidad de expansión del negocio, es decir, contribuirá a llevar a la empresa a un lugar al que hoy no puede llegar por sus medios, con sus accionistas, directores o estructura de capital actuales. El caso del *dumb money* también es una opción válida si la compañía ya tiene un horizonte claro y definido pero lo único que le falta es el dinero. Pero el *dumb money* no viene solo y muchas veces está acompañado de algunos problemas, tales como poder de veto, planes de negocio conservadores, estrategias de salida aceleradas o excesivos reportes.

El Rol de Los Famosos o Celebridades

Las SPACs nacieron como una evolución de las compañías de cheques en blanco, las mismas que estuvieron asociadas con el fraude de las *penny stocks* y rendimientos mediocres de los inversores durante décadas. Desde esta perspectiva, las SPACs nacieron con una mancha en su imagen, que sería difícil de borrar. La participación de los nombres más importantes de los deportes, la política, los negocios y el entretenimiento pudieron hacer que las SPACs se vean atractivas y como una fuente confiable para ganar dinero.

Para Reddy (2021) al final de la fila está el inversor minorista que se ha dejado seducir para invertir en la SPAC por el glamur del patrocinio de celebridades y las promesas de grandes recompensas

que antes se pensaba que estaban reservadas a unos pocos privilegiados. Es decir, que el inversor poco sofisticado termina actuando en base a la afinidad o la confianza que tiene sobre determinada persona famosa, como lo haría si comprara un producto de consumo diario, pero en este caso se trata de un instrumento de inversión publicitado, complejo y altamente riesgoso para quien desconozca algunos detalles de sus características.

Según el análisis de Ghang et al. (2021), si bien no existe una explicación ampliamente aceptada para el auge y la caída de las IPOs de SPACs de 2020-2022, algunos comentaristas atribuyen el auge de las SPACs a las entradas de inversores minoristas asociadas con la crisis de COVID-19. Según Alija (2023), es válida la hipótesis de que durante 2020-2021 muchas personas estaban en casa y no gastaban dinero en comidas en restaurantes y entretenimiento en persona, entre otros servicios. En cambio, algunas de ellas estaban especulando en el mercado de valores. Estos inversores minoristas sin experiencia en muchos casos tenían preferencia por las empresas “de moda”. Como sucedió en la burbuja de Internet de 1999 a 2000, las valuaciones de algunas de estas empresas que tenían cotizaciones públicas limitadas se subieron a niveles que eran difíciles de justificar.

La SEC debió divulgar un alerta a inversores, diciendo entre otras cosas que “Nunca invierta en una SPAC basándose únicamente en la participación de una celebridad o en información que reciba a través de redes sociales, boletines de inversión, anuncios, correo electrónico, salas de chat en Internet, periódicos, revistas, televisión o radio” (SEC, 2021). Cuando un organismo tan importante necesita hacer una nota aclaratoria al respecto, parecería que ya hay demasiada gente invirtiendo en algo que no conoce del todo y que deberían salir de ahí cuanto antes. Es la típica señal de que quizá una burbuja se esté gestando y en un momento muy cercano a su explosión, cuando el fundamento de compra es la creencia de que simplemente puede subir más o porque está de moda. La Tabla 3 contiene información acerca de los principales famosos involucrados en la “SPAC-Mania”.

Tabla 3:

Principales famosos señalados como promotores de las SPACs:

Categoría	Nombre	Especialidad	SPAC vinculada
Deportistas	Shaquille O'Neal	Básquet	Forest Road Acquisition Corp.
	Serena Williams	Tennis	Jaws Spitfire Acquisition Corp.
	Alex Rodriguez	Baseball	Slam Corp.
	Colin Kaepernick	Fútbol Americano	Mission Advancement Corp.
	Stephen Curry	Básquet	Dune Acquisition Corp.
Cantantes y Otras Figuras de la Cultura	Ciara	Cantante	Bright Lights Acquisition Corp.
Pop	Jay-Z	Rapero	The Parent Co.
	Sammy Hagar	Guitarrista de Rock	Victory Acquisition Corp.
	Joanna Coles	Editora	Northern Star Acquisition Corp.
Políticos	Paul Ryan	US House ²	Executive Network Partnering Corp.
	Wilbur Ross	Secretario Comercio	Ross Acquisition Corp. II
	Gary Cohn	US NEC ³	Cohn Robbins Holdings Corp.
	Lloyd Austin	Defensa EEUU	Pine Island Acquisition Corp.
	John Delaney	US House	Revolution Acquisition Corp. II
Empresarios	Peter Thiel	Co-fundador PayPal	Bridgetown Holdings Ltd.
	Richard Branson	Virgin Group	VG Acquisition Corp.
	Danny Meyer	Union Square	USHG Acquisition Corp.
	Bill Ackman	Gestor de Fondos	Pershing Square Tontine Holdings Ltd.
	Daniel Och	Gestor de Fondos	Kevin Systrom and Steve Ells
	Sam Zell	Equity Investments	Equity Distribution Acquisition Corp.

Fuente: elaboración propia en base a datos de Ramkumar (2021).

La Gran Caída del Año 2022

Así como es impresionante ver el crecimiento exponencial que han tenido en 2021, también es muy llamativa la abrupta caída del año 2022, pasando de 610 transacciones en 2021 a apenas 68 en 2022.⁴ O' Connor y Nazir (2023) señalan que la reversión de la tendencia del mercado de SPACs coincide con el mayor control regulatorio y las subas de tasas de interés.

“Si desea ver el futuro de tantas de las empresas de adquisición de propósito especial que actualmente inundan el mercado, mire al pasado reciente.” (Gara et al., 2020). El autor se refería a la

² Cámara de Representantes de los Estados Unidos

³ National Economic Council: Consejo Económico Nacional de Estados Unidos

⁴ Incluye transacciones de compañías que tienen sus oficinas centrales en EEUU o estén listadas en los principales mercados del país. Fuente: S&P Global Market Intelligence.

SPAC del año 2015 de Landcadia Holdings del multimillonario Tillman Fertitta de la empresa Landry's Seafood, que levantó la suma de 345 millones de USD. Recién en mayo del 2018, Landcadia finalmente encontró una empresa target: un servicio de entrega de restaurantes en línea llamado Waitr que se fusionaría con una SPAC a cambio de 252 millones de USD. Fertitta promocionó el hecho de que la *start-up*, ahora tendría acceso a 4 millones de miembros leales de sus negocios de restaurantes y casinos, y una nueva sociedad con su franquicia Houston Rockets de la NBA. En ese momento el autor menciona que, sus acciones cotizaban recientemente a 2,62 USD, más del 70% por debajo del precio de su IPO. Actualmente, dichas acciones están un 99,875% debajo de su IPO, cotizando a 1,25 centavos de USD.

Es interesante notar que ya durante el año 2021, a pesar del crecimiento de las SPACs IPO, el mercado mostraba señales de que algo podría salir mal. Un indicador al momento de las fusiones de-SPACs, empezaba a ir a contramano, el número de rescates de los inversores. Arel et al. (2022) muestran que el primer trimestre, el nivel de rescate promedio estuvo por debajo del 10 %, con más del 75 % de las transacciones de-SPACs experimentando menos del 1 % de rescates y solo el 12,5 % con niveles de rescate superiores al 50 %. Ya en el cuarto trimestre, los rescates promediaron el 60 %, con más de dos tercios de las transacciones de-SPACs experimentando niveles de reembolso superiores al 50 %, incluido más del 10 % experimentando niveles de reembolso del 90 % o más.

Estos rescates deben ser cubiertos de alguna manera para que la transacción pueda ser exitosa, en general los PIPE han sido participantes necesarios a la hora de las fusiones de SPACs, contribuyendo con montos importantes en las transacciones y cerrando estos desbalances. Con un aumento de los rescates el rol de los PIPE para asegurar las fusiones pasa a ser cada vez más preponderante.

Ramkumar (2022), menciona que, así como se vivió un enorme frenesí al alza en el boom de los años 2020-2021, en el año 2022 se vivió la tendencia similar a la baja, con liquidaciones masivas. Incluso comenzó a verse también el fracaso de grandes SPACs a la hora de concretar las fusiones. Tal es el caso de Pershing Square Tontine Holdings (PSTH), de Bill Ackman, la mayor SPAC IPO de la historia en EE.UU. con 4 mil millones de USD, que devolvió el dinero a los inversores en julio del 2022. Según el fundador de PSTH, tuvo un motivo bien marcado: “la rápida recuperación de los mercados y la economía fue buena para Estados Unidos pero desafortunada para PSTH, porque convirtió a las IPOs tradicionales en un fuerte competidor y alternativa preferida para empresas de alta calidad que buscan ser públicas” (Ackman, 2022).

Así como en el camino ascendente de las SPACs parecía que todas las noticias eran positivas y el espiral ascendente parecía no tener fin, una vez superado el pico máximo, comenzó lo contrario y parecía que todas las informaciones que circulaban eran negativas. Tal como ejemplifica Coates (2021), uno de los mitos que se crearon alrededor de las SPACs se refería a una afirmación sobre las normas contables -impuestas por ley- sobre el capital de las SPACs y sobre la naturaleza de la propia elaboración de leyes. Según Bertoni y Gara (2021), las versiones más duras afirmaban de manera convencida que la propia SEC había propuesto o incluso adoptado un “cambio de reglas” con respecto a la contabilidad de acciones.. Un informe de noticias indicó que: “En abril, la SEC indicó que las SPACs tenían que contabilizar sus warrants como pasivos en lugar de capital. Ese cambio contable obligó a muchas empresas de adquisición de propósito especial a reexpresar sus estados financieros” (Kronenberg, 2021). En realidad, las normas ya existían desde mucho antes en el Código de Normas de Contabilidad de la FASB (*Financial Accounting Standard Board*) y la SEC solamente produjo respuestas aclaratorias ante reiteradas consultas de sponsors y managers.

Las SPACs Unlocks o Desbloques de Venta

Cuando ocurre la transacción de-SPAC y las acciones de la empresa objetivo se vuelven negociables en el mercado de valores, los sponsors y la alta dirección no pueden vender de inmediato, sino que están bloqueados por un cierto período de tiempo, generalmente 180 días, y solo pueden vender sus acciones después de la “fecha de desbloqueo” conocida como *SPAC unlock*. Kämmerer et al. (2022) explican que el efecto de esto es que el capital flotante de la empresa post de-SPAC suele ser muy

pequeño durante un período prolongado de tiempo, lo que contribuye a explicar por qué las de-SPACs se estaban negociando mucho en el apogeo de la SPAC-manía: la cantidad de acciones disponibles para comprar era extremadamente pequeña para empezar y no había muchos vendedores, ya que la mayoría de los potenciales vendedores generalmente habrían optado por canjear antes de la fusión.

Los autores señalan que quien tuviera conocimiento de estas situaciones de cantidad limitada de acciones en negociación y capacidad financiera para hacerlo, como el caso de los sponsors, podría sacar ventaja. Se podía utilizar la flotación limitada a favor, y de hecho lo hicieron comprando aún más acciones en el mercado, lo que elevó los precios de sus SPACs como resultado. Esto creó aún más demanda por las pocas acciones disponibles e hizo que los precios se dispararan. Los inversores minoristas solían ser víctimas de estas prácticas, lo que hacía que las acciones de las empresas “basura” subieran cada vez más hasta alcanzar valoraciones absurdas.

Kämmerer et al. (2022) señala como el gran punto de inflexión y detonante de la reversión del crecimiento en el mercado SPAC, a la saturación de la demanda por una sobreoferta de las SPACs-*unlocks*. Los autores incluso hacen un paralelismo con lo ocurrido en los años 2000 con la burbuja punto com, colapsando por las IPOs *unlocks*. Si bien los autores coinciden que la FED jugó un importante papel a través de la reversión de su política monetaria expansiva, explican que la performance de las de-SPACs con caídas de más del 70% en muchos casos puede ser atribuida al lado de la demanda que no pudo absorber el gran volumen volcado al mercado en poco tiempo. Este punto encuentra coincidencia con Rodrigues y Stegemoller (2021), quienes encontraron evidencia considerable de serios problemas de liquidez en las SPACs, tanto antes como después del anuncio de una fusión. Los autores observaron en su análisis que la negociación de acciones de SPACs puede ser tan baja hasta el punto de no existir. Hay días, incluso alrededor del anuncio de un acuerdo, la información más importante que una SPAC puede anunciar al mercado, que de hecho ha encontrado un objetivo, cuando ni una sola acción de SPAC se negocia. Es importante considerar que los sponsors y la alta dirección, en general, tienen una base de costo de sus acciones en centavos o incluso cero. Esto podría, en algunos casos, hacer que estos vendedores de acciones que no discriminen precios, ya que aún a precios muy bajos podrían realizar ganancias. Entonces, con cada *SPAC unlock*, podrían vender a cualquier precio grandes volúmenes de acciones, lo que terminaría en una cascada de ventas, deprimiendo más aún los precios. Un comportamiento de esta índole, atenta contra la sostenibilidad del negocio a largo plazo y de los sponsors individualmente, ya que, como se ha mencionado a lo largo del trabajo, el sponsor es una de las principales claves de éxito de una SPAC. Por lo tanto, aquellos que prioricen el largo plazo, se hagan de un historial positivo de actuaciones y de transacciones, posiblemente estarán en la delantera ante futuras oportunidades de negocios.

Rodrigues y Stegemoller (2021) aseguran que la falta de liquidez crea una serie de amenazas que afectan principalmente a los inversores poco sofisticados. Los efectos son que los accionistas no puedan desarmar sus posiciones fácilmente y que tengan que hacerlo pagando altos costos de transacción porque se negocia muy poco volumen de acciones. El peor de los casos es que un accionista de una SPAC desprevenido permanezca en una SPAC, cuando el 80% o más de los demás accionistas ya hayan abandonado. Después de la de-SPAC, si la empresa no puede demostrar que tiene al menos 300 accionistas, estará sujeta a la exclusión del listado de negociación dentro de una bolsa de valores importante, una gran señal de alerta que desencadenará una venta masiva. Y la razón precisa para la exclusión de estar listada en una bolsa de valores importante es la falta de liquidez, por lo tanto, por definición, los accionistas tendrán pocos recursos cuando busquen salir de sus operaciones incluso antes de que se produzca la exclusión real.

Perspectivas a Futuro de las SPACs

Para diversos autores las SPACs han tocado un techo que no se volverá a visitar por varios años o quizá nunca más revisitemos lo sucedido en el 2020-2021. Tal es el caso de Tull (2023), como se citó en O'Connor y Nazir (2023), quien espera que la tendencia de desaceleración se mantenga y no ve cambios

significativos en el corto plazo, al menos hasta el 2024. También para Kämmerer et al. (2022) la exageración de las SPACs definitivamente ha terminado. De hecho, las SPACs son probablemente el rincón más odiado del mercado financiero en este momento: todos han escuchado y leído lo suficiente sobre ellos en el último año. Además, la salida a bolsa generalmente se realiza durante los mercados alcistas, ya que el sentimiento positivo de los inversores contribuye a valuaciones más altas de las acciones recién lanzadas de las empresas.

Los abusos de las debilidades del sistema

Para Tuch y Seligman (2021) en los últimos años ha existido sistemáticamente una erosión de la protección al inversor minorista. Los autores han evaluado los beneficios percibidos de estos desarrollos recientes junto con las amenazas que representan para la protección de los inversores, argumentando que muchos de los supuestos beneficios de las fusiones de-SPACs están exageradas y, en cualquier caso, no justifican la erosión de la protección de los inversores implícita en este tipo de transacciones una mayor degradación de las salvaguardas críticas.

Apertura y Transparencia de la Información

La SEC (2022b), sostiene que sponsors, directores y funcionarios de SPACs no pueden solamente trabajar en nombre de la SPAC para identificar objetivos de adquisición, sino que pueden tener obligaciones fiduciarias o contractuales con otras entidades, que pueden dar lugar a conflictos de intereses, incluidos aquellos que involucran a entidades que pueden competir con la SPAC por oportunidades de combinación de negocios. La Ley de Bolsa y Valores de la SEC otorga a los accionistas el derecho de demandar a las empresas para recuperar los daños sufridos como resultado de informaciones engañosas o la falta de divulgación de información importante. Sin embargo, por el alcance y protagonismo en el mercado de aquellos que se desenvuelven como sponsor resulta sumamente complejo, sin una regulación y diseño de incentivos acorde, que éstos actúen de manera transparente en conjunto con colocadores e inversores institucionales, lo que excluye de los privilegios de la información a los inversores minoristas. Esto sucede, por ejemplo, a través de la celebración de acuerdos privados en el caso de la necesidad de financiación adicional para una transacción de-SPAC, donde los términos no son requeridos que tengan publicidad.

Los *proxy statements* de las SPACs hacen habitualmente estas declaraciones cualitativas sobre los sponsor y la administración de la SPAC que podrían tener intereses en conflicto con los accionistas. Sin embargo, no es una estructura que se encuentre estandarizada y la información que proporcionan varía sensiblemente. Algunas SPAC son muy opacas en sus declaraciones. Las declaraciones de representación de las SPACs deberían estar obligadas a revelar claramente cuánto ganarán el sponsor y la administración de la SPAC si se cierra una fusión, y cuánto han invertido, por ende, cuanto perderían en caso de no concretar una fusión con éxito.

Klausner et al. (2021) señala que no se ha enfatizado con suficiencia el efecto de la dilución al momento de la transacción de-SPAC. El hecho de que el efectivo neto por acción de la SPAC no alcanza el precio de rescate de 10 USD de sus acciones debiera ser expuesto con mayor claridad para que el modelo sea considerado más robusto y los accionistas puedan tomar mejores decisiones de inversión de rescatar sus acciones o seguir invertido en la empresa. Los autores además puntualizan que el precio por acción pagado por los inversores de PIPE es un indicador importante de si una fusión propuesta es un buen negocio para los accionistas públicos, por lo tanto, debiera necesariamente contar con trascendencia pública, lo que no sucede con el marco regulatorio vigente. Es común que los PIPE tengan un precio de descuento, que los inversionistas de PIPE reciban garantías u otros incentivos, o que los sponsors transfieran acciones o *warrants* a los inversionistas de PIPE para subsidiar su inversión.

Las Proyecciones Económico-Financieras

El punto central de muchos debates, acentuados aún más durante el gran “boom” de SPACs de los años 2020-2021, es acerca de las proyecciones financieras proporcionadas a los inversores en el

momento de la transacción de-SPAC. Los reguladores y defensores de los inversores minoristas han mostrado su preocupación por los abusos en las campañas de marketing de algunas compañías en los momentos previos a su fusión con una SPAC. Los grandes fondos de inversión e inversores institucionales poseen grandes estructuras capaces de realizar sus propios análisis y propias proyecciones de cada compañía a la cual apuntan invertir su dinero. En cambio, el inversor minorista es en general menos sofisticado y no dispone de una estructura en la cual pueda apoyarse para tomar sus decisiones, por lo que gran parte de la legislación apunta a que este grupo de inversores tenga los avisos necesarios que permitan que no sufra abusos por parte del mercado.

Dambra et al. (2022), en su investigación proporcionan evidencia de que las proyecciones financieras atraen significativamente más la atención de los inversores minoristas. Específicamente, muestran que tasas de crecimiento de ingresos altas están directamente relacionadas con mayores participaciones de inversores minoristas y debates en las redes sociales, además de que están inversamente relacionadas con los rescates de acciones.

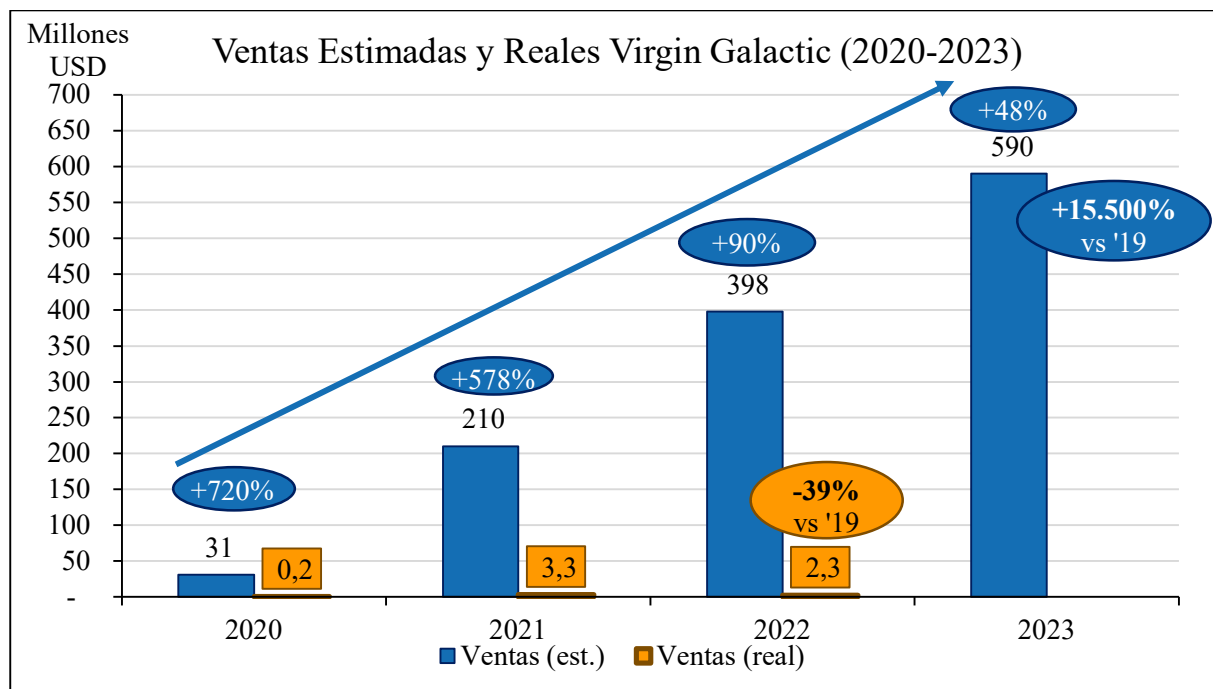
Un ejemplo muy conocido y que provee una excelente ilustración acerca de la debilidad informativa de las proyecciones es el de la empresa Virgin Galactic, de Richard Branson, referente en la industria de Travel and Mobility Tech. Según Virgin Galactic (2019), en el mismo prospecto de emisión de la compañía, los estados financieros cerrados de la empresa solo mostraban pérdidas hasta el momento de hacerse pública. La empresa de viajes espaciales se hizo pública a través de una fusión con la SPAC Social Capital Hedosophia, de Chamath Palihapitiya en octubre del 2019, cerrando una valuación de mercado 1,6 mil millones de USD. La compañía, que hasta ese momento apenas había generado ingresos, pudo proyectar 590 millones de USD en ventas anuales para el año 2023 y más de 270 millones de USD en EBIT. La Figura 13 ilustra lo lejos que se encuentra la realidad de la empresa respecto a sus proyecciones de ventas al momento de la fusión y la Figura 14 lo hace para el EBITDA de la compañía. Parece un poco difícil que llegue a cumplir las metas expuestas en la presentación de su fusión, que sin dudas llamó la atención a varios inversores que apostaron sus ahorros a la empresa teniendo en cuenta las perspectivas expuestas.

La investigación publicada por Blankespoor et al. (2022), donde se han recopilado y analizado más de 300 transacciones y proyecciones de SPACs, entre los años 2000 y 2021, muestra que las preocupaciones de los reguladores y del mercado podrían tener fundamento empírico. Las proyecciones en general tienen un importante sesgo hacia los esfuerzos de marketing de la fusión, se muestran más optimistas de lo que realmente sucede en la realidad, apenas un 35% de las proyecciones de ingresos se alcanzan. Además, el análisis muestra que las SPACs muestran tasas de crecimiento proyectadas ampliamente superiores que muestras comparables que siguieron adelante vía IPO tradicionales.

Por su parte, Chapman et al. (2021) también abordan el tema y uno de sus resultados concluye terminantemente que las proyecciones difundidas no tienen la capacidad de engañar a los inversores a través de una exageración de estas. Por el contrario, sostienen que las proyecciones mitigan el problema de la asimetría de la información y contribuyen a la formación de precios de la transacción. Por lo tanto, las reglas que busquen eliminar o reducir la información prospectiva de las empresas durante el proceso de-SPAC, podrían crear un problema de información asimétrica, reducir la eficiencia de precios y la formación de capital para el crecimiento de las empresas.

Figura 13

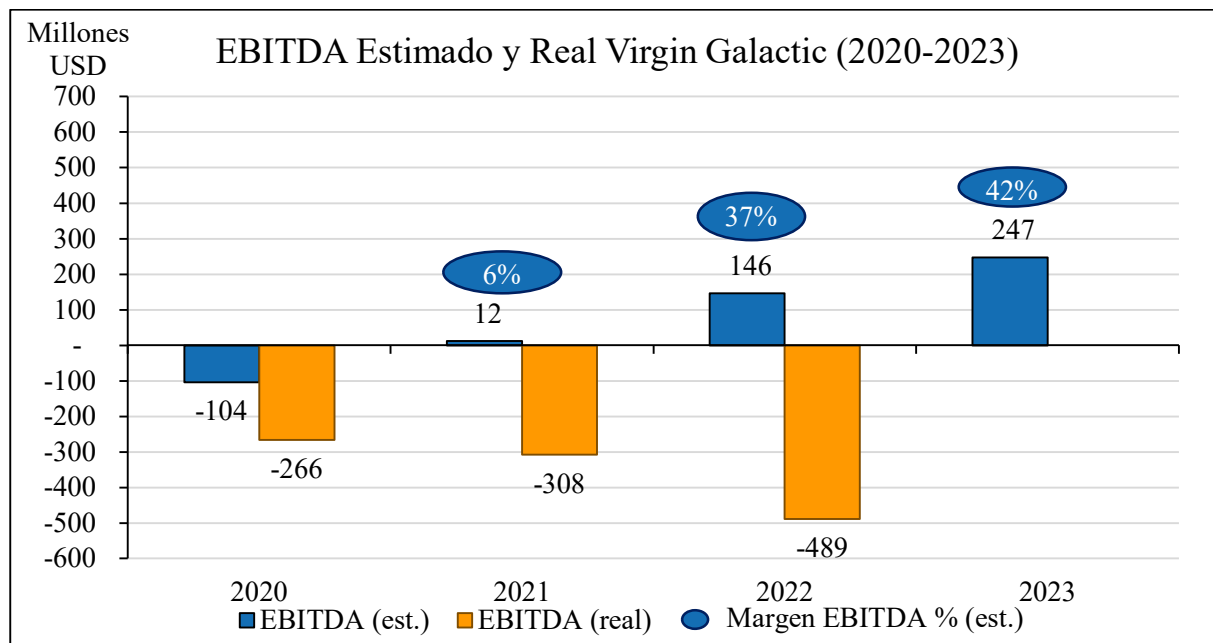
Ventas estimadas (2020 al 2023) al momento de su fusión y reales (2020-2022) de Virgin Galactic



Fuente: elaboración propia en base a datos Tradingview (2023) y Virgin Galactic (2019).

Figura 14

EBITDA estimado (2020 al 2023) al momento de su fusión y real (2020-2022) de Virgin Galactic



Fuente: elaboración propia en base a datos Tradingview (2023) y Virgin Galactic (2019).

¿Responsabilidad de Sponsors, Gerentes y *Underwriters*?

Ya hace algunos años el tema está puesto sobre la mesa, ¿Están alineados los incentivos para todas las partes en el proceso SPAC? Para Dimitrova (2016) existe evidencia fuerte de que mucha de la destrucción de valor de las SPACs debido a malas adquisiciones, son el resultado de ciertas cláusulas contractuales que incentivan a los gerentes de las SPACs a buscar cualquier adquisición en lugar de ninguna adquisición. Agrega que la performance empeora cuanto más se acerca el límite de la fecha de la SPAC para concretar la fusión, lo que sugiere que a medida que pasa el tiempo aumenta la desesperación por cerrar un negocio, bajando la calidad de los requisitos que debe cumplir el objetivo o el precio por el cual la cual la firma privada esté dispuesta a fusionarse, resultando en ambos casos un mal negocio. Dentro de las cláusulas que provocan incentivos desalineados con el interés del inversor, está el pago de las comisiones a la alta dirección. La performance empeora cuando estos pagos suceden luego del éxito de la fusión de la SPAC.

Con un negocio muy redituable, los colocadores pusieron su foco en el asesoramiento y en la suscripción de las transacciones SPAC, mercado que carecía de interés en el pasado por parte de éstos. Tal como analizan Tuch y Seligman (2022), las prácticas de suscripción se han enfrentado a una serie de críticas en los últimos años. Los críticos afirman, en el caso de las SPACs, que los colocadores generan tarifas excesivas, se involucran en prácticas colusorias y de esta manera explotan a los emisores. Si bien existe mucho desacuerdo sobre las razones y los efectos de estas supuestas prácticas, señalan como evidencia de que el proceso de suscripción de las IPOs tiene fallas profundas, que han sido explotadas para rédito propio por parte de los colocadores.

Un comportamiento que transgreda las reglas tiene consecuencias y la industria del seguro de Directores y Funcionarios o *Directors and Officers (D&O)*, ha tomado nota del asunto y tiene especial atención a valorizar las primas teniendo en cuenta el riesgo diferencial. El seguro de D&O es una cobertura destinada a proteger principalmente a las personas de pérdidas del patrimonio personal, honorarios y otros costos legales, si son demandadas por su desempeño como director o funcionario de una empresa. Tal como lo expone Brown (2023), las SPACs tienen significativamente mayor probabilidad de una demanda de D&O que el asegurado promedio. El autor, se basa en información de la consultora especializada Cornerstone Research, que analiza datos sobre las probabilidades de juicio después de un IPO. En su análisis del período 2009-2020, la probabilidad de presentación de una demanda un año después de una oferta pública inicial es del 6,3%, cayendo al 5,1% en el segundo, continuando una tendencia a la baja hasta el quinto año y luego estabilizándose en aproximadamente un 2,2 % anual. Según los datos señalados por el autor, la probabilidad de juicio un año después de una transacción de-SPAC, es alrededor de un 25 %, lo que claramente resulta muy superior a la de un IPO tradicional.

Nuevas Regulaciones: Propuesta de la HFSC (House Financial Services Committee)

La primera de las grandes iniciativas importantes con relación a las regulaciones de las SPACs, fueron dos proyectos de ley, uno para reformar la *Investment Advisors Act of 1940* y el otro para modificar la *Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, emitidos en noviembre de 2021 por el Comité de Servicios Financieros (HCFS) de la Cámara de Representantes de EE. UU., que aprobó dos propuestas destinadas a proteger a los inversores (HCFS, 2021):

En primer lugar, la H.R. 5913 limitando la transacción o recomendación de SPACs por parte de asesores de inversión registrados a ciertos inversores específicos. Es decir, prohíbe a los asesores de inversión comercializar SPACs a inversores minoristas, aclarando que no pueden recomendarse a una persona que no sea un inversor calificado a menos que la compensación económica relacionada sea del 5% o menos o que la empresa haga las divulgaciones de información necesarias a la SEC para la protección de los inversores. Un inversor calificado debe cumplir con ciertos requisitos que indican su exposición reducida al riesgo financiero, incluidos los relacionados con los ingresos, el patrimonio neto o

el conocimiento y la experiencia. Esto representa una importante protección a los inversores minoristas y menos sofisticados.

En segundo lugar, la H.R (5910) busca retirar la exclusión de las protecciones de *Safe Harbour* que protegen de la responsabilidad aplicable a las declaraciones prospectivas o proyecciones (es decir, declaraciones que predicen, proyectan o usan eventos futuros como expectativas o posibilidades) realizadas en relación con ciertas inversiones. Específicamente, excluye del *Safe Harbour* a una empresa en etapa de desarrollo que no tiene un plan o propósito de negocios específico o ha indicado que su plan de negocios es adquirir o fusionarse con una empresa, entidad o persona no identificada, por ejemplo, una SPAC.

Nuevas Regulaciones: Propuesta de la SEC

Según la visión de Riemer (2007), se debía permitir que las SPACs continuaran operando sin regulación adicional, lo que ayudaría a que la estructura de la SPAC permaneciera dinámica y adaptable. El autor se basaba en que hasta ese momento no ha habido ningún litigio que involucre a SPACs y no se había informado sobre fraude o apropiación indebida de fondos de inversores. Sostiene que sería difícil para los reguladores formular un régimen regulatorio que protegiera de manera eficaz y eficiente a los inversores de un tipo de abuso que aún no ha ocurrido. Tuvieron que pasar 15 años para que ese momento pasara y resulta debatible si se pudieran haber evitado las consecuencias negativas que han tenido.

Lo que Riemer (2007) no había vivido aún, fue la JOBS Act (2012), regulación (o desregulación) que para Even-Tov et al. (2021) fue un punto clave para que llegáramos al auge de las SPACs con una desprotección de los inversores minoristas. La Ley *Jumpstart Our Business Startups* (JOBS) es una ley de los EE. UU. que fue promulgada por el presidente Barack Obama el 5 de abril de 2012 y que flexibiliza las regulaciones instituidas por la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) sobre las pequeñas empresas, más específicamente las denominadas *Emerging Growth Companies* o Compañías Emergentes en Crecimiento. Tal como resume Carney (2012), disminuyen los requisitos de presentación de informes y divulgación para las empresas con menos de mil millones de dólares en ingresos y permite la publicidad de ofertas de valores. También permite un mayor acceso a la financiación colectiva y amplía en gran medida la cantidad de empresas que pueden ofrecer acciones con requisitos a cumplir menos extensos y estrictos por parte de la SEC. Las principales flexibilizaciones incluyeron la posibilidad de presentar un borrador a la SEC de su declaración de registro; poder testear el mercado a través de contactos directos con potenciales inversores, antes o después de la declaración de registro; además de menor cantidad de períodos de estados financieros auditados a presentar y la posibilidad de presentar ciertas estructuras organizacionales más reducidas.

Esta regulación produjo consecuencias, positivas y negativas a la vez. El principal efecto negativo proviene del núcleo de la ley y su mayor aspecto positivo: una menor regulación. Con menos regulación y menores requisitos para la divulgación, el potencial de fraude aumenta considerablemente para los inversores. Esto incluye tanto el fraude intencionado como el fraude accidental, lo que significa que los empresarios con menos experiencia pueden describir de forma incorrecta sus oportunidades comerciales. Para Even-Tov et al. (2021) los inversores individuales pueden haber estado desproporcionadamente expuestos a la destrucción del valor en las SPACs después de la Ley JOBS, hecho que salió a la luz con más fuerza luego del auge de este instrumento en el 2021. Esto podría explicar los esfuerzos de la SEC en intentar brindar una mayor protección a los inversores minoristas.

La SEC (2022) propuso reglas destinadas a eliminar cualquier arbitraje regulatorio que exista. Según el organismo las nuevas reglas y enmiendas propuestas, tienen como objetivo mejorar la divulgación y la protección de los inversionistas en las IPOs por parte de SPACs y en transacciones de fusiones que involucren SPACs y compañías operativas privadas. Este tipo de trabajo de la SEC no es nuevo, “hace casi 90 años, el Congreso abordó ciertas cuestiones de política en torno a las empresas que recaudan dinero del público con respecto a las asimetrías de información, la información engañosa y los conflictos de intereses” (Gensler, 2022). El mismo continúa, afirmando que las reglas existentes en cuanto

a divulgación, estándares para prácticas de marketing y obligaciones de los “*gatekeepers*” (abogados, auditores, oficiales de cumplimiento y otros profesionales cuyo trabajo es ayudar a los clientes o empleadores a comportarse éticamente) y emisores, vigentes para las IPOs, ayudarían a garantizar protección para los inversores de las SPACs con respecto a las asimetrías de información, fraude, y conflictos de intereses.

Las Proyecciones de las SPACs y las Empresas Objetivo

La SEC propone que cualquier medida o indicador proyectado que no se base en resultados financieros históricos o un historial operativo debe distinguirse claramente de los indicadores proyectados que sí se basan en resultados financieros históricos o un historial operativo.

Para entender por qué es un punto tan relevante y que ha llevado a la SEC a poner la lupa en ello, es necesario clarificar algunos conceptos. *The Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)* o La Ley de Reforma de Litigios de Valores Privados (PSLRA) es una ley aprobada por el Congreso de EE. UU. en 1995 para detener la presentación de demandas injustificadas o abusivas que involucren el mercado de capitales. Esta ley aumentó la cantidad de pruebas que los demandantes deben presentar antes de iniciar un caso de fraude de valores ante los tribunales federales. También cambió la forma en que se manejan las demandas colectivas de valores al dar a los jueces la autoridad para determinar a los demandantes y tomar otras medidas tendientes a reducir los abusos del sistema legal.

Tal como explica Rose (2021), la PSLRA define un *Safe Harbor* o puerto seguro respecto a las declaraciones prospectivas de una empresa, que al cumplir ciertas características brinda un alivio de responsabilidad sobre juicios que pudieran objetar estas proyecciones. En primer lugar, debe existir una identificación clara de que se trata de una declaración prospectiva, y debe estar acompañado de advertencias significativas que identifiquen factores importantes que podrían causar que los resultados reales difieran materialmente de los de la declaración prospectiva o que estas proyecciones sean irrelevantes. En segundo lugar, la carga de la prueba deberá recaer sobre el demandante, en demostrar que las proyecciones, si fueran realizadas por una persona física, se hicieron con conocimiento real por parte de esa persona de que la declaración era falsa o engañosa; o si fue hecho por una entidad comercial, que ha sido realizada o que haya contado con la aprobación de un funcionario ejecutivo de esa entidad y hecha o aprobada por dicho oficial con conocimiento real de que la declaración era falsa o engañosa.

Este *Safe Harbour* no es aplicable a las IPOs tradicionales, *blank-check companies* o emisores de *penny stocks*. Es decir, que sí es un concepto oponible ante la justicia en el caso de las SPACs, lo que según diversos autores ha generado abusos durante los últimos años. Cabe aclarar, tal como lo explica Coates (2021), incluso en litigios de SPACs, el puerto seguro no está disponible si las declaraciones en cuestión no son prospectivas. Se ha determinado que las declaraciones contradictorias, es decir, aquellas incluyen información tanto pasada como prospectiva que en conjunto eran engañosas, no están cubiertas por el puerto seguro.

La inclusión de las SPACs en el *Safe Harbour* se debe a una brecha legal, ya que éstas quedaron fuera de esta restricción por haberse separado del concepto de *blank check company*. No aparece ninguna razón para tratar las declaraciones prospectivas de las SPACs de manera diferente a las IPOs tradicionales, en el sentido de que ambos casos involucran a emisores privados que ingresan a los mercados de valores públicos de EE. UU. por primera vez y existen asimetrías de información similares que existen entre los inversores privados y los inversores públicos. La SEC propone solucionar esta brecha modificando la definición de “compañía de cheques en blanco” a los efectos de la PSLRA para eliminar la condición de “acciones de centavo” y definir el término como “una compañía que tiene ningún plan o propósito de negocios específico o ha indicado que su plan de negocios es participar en una fusión o adquisición con una empresa o empresas no identificadas, u otra entidad o persona.”

Entonces, ante las posturas encontradas de excluir del *safe harbour* a las SPACs, asimilándolas al mismo tratamiento de la información prospectiva requerida para IPO tradicional o tomar el camino

inverso de nivelar los requerimientos incluyendo a las IPOs tradicionales al *safe harbour*, la SEC ha tomado la primera opción como válida en su propuesta regulatoria.

Más Información sobre los Sponsors, los conflictos de interés y las fuentes de dilución

Respecto de la dilución, la SEC (2022c), ha propuesto que se requiera que las SPACs clarifiquen la dilución, exigiendo la divulgación del efectivo neto por acción, tanto en el momento del SPAC IPO como en el momento de la fusión de una SPAC. Para Klausner et al. (2023) esto último es lo más importante, debido a que la fusión es el momento en que un accionista de una SPAC toma una decisión de inversión. Hasta ese momento, tiene derecho a rescatar sus acciones y un *proxy statement* o declaración informativa, de cumple la función de informar de manera transparente los aspectos relevantes que puedan hacer que el inversor tome determinada decisión respecto a la compañía combinada post fusión. Uno de los aspectos principales es que, en definitiva, el efectivo neto por acción será el valor real que el inversor terminará intercambiando en la transacción. Es decir, por ejemplo, si con una inversión en el IPO de 10 USD por acción, el efectivo neto por acción post dilución es de 6 USD, el inversor recibirá de la empresa *target* un valor aproximado de 6 USD. Si la alta dirección de una SPAC cree que hay otras fuentes de valor, tal como un crecimiento de valor por la gestión del sponsor, y que, como resultado, los accionistas de la SPAC recibirán más que el efectivo neto por acción de lo que aportan a una fusión, entonces la SPAC debe explicar esto en su *proxy statement*. Requerir que las SPACs divulguen el efectivo neto por acción alinearía la divulgación de las SPACs con los requisitos para otros productos de inversión, particularmente fondos mutuos y ETF, que tienen exigencias de proporcionar a los inversores una divulgación clara del porcentaje de sus fondos que se extraerá en comisiones y gastos.

Tanto en este punto, como en los anteriores, debería cumplir un rol similar al de un prospecto de un IPO.

Mayor Apertura de Información respecto a la fusión entre SPAC y Compañía Operativa

La SEC (2022c), propone incluir requisitos específicos de difusión y procedimientos en las transacciones de-SPACs para que los inversores puedan comprender y evaluar mejor las razones de una posible transacción. Esto apunta a brindar mayor transparencia a la hora de la fusión, exponiendo con claridad la información relevante respecto a la compañía objetivo de la fusión. Los accionistas que participen en la votación y aquellos interesados en una inversión incluso luego de la aprobación de la transacción tendrán al alcance de la mano las herramientas para tomar su decisión de inversión. También proporciona al sponsor una mayor cobertura ante posibles sospechas de su actuación para cerrar una transacción e incluso podrá generar un incentivo a traer mejores negocios para concretar una fusión.

El primer punto consiste en la apertura de los antecedentes y motivos de la transacción de-SPAC. Esto incluye, entre otros, una descripción de cualquier contacto, negociación o transacción que haya ocurrido en relación con la transacción de-SPAC, una breve descripción de cualquier transacción de financiación relacionada, incluidos los pagos del sponsor a los inversores en relación con la transacción de financiación. Además, se deberán dar a conocer de manera clara las razones para participar en la transacción particular de fusión, el motivo de su estructura de financiamiento y el momento en que se lleva a cabo el negocio. Otro punto para tener en cuenta es dar una explicación de cualquier diferencia material en los derechos de los accionistas de la empresa posterior a la combinación de negocios como resultado de la transacción de-SPAC, aspecto importante para clarificar los efectos relacionados a la dilución de los accionistas.

Un segundo aspecto propuesto por la SEC es la equidad de la transacción de-SPAC. En este punto, se trata de abordar las preocupaciones sobre posibles conflictos de intereses e incentivos desalineados, principalmente de sponsor, colocadores y la alta dirección. Se busca dar transparencia hacia los inversores para que puedan evaluar la equidad de una transacción de-SPAC en particular, exigiendo una declaración de los gestores de la SPAC sobre si creen razonablemente que la transacción de-SPAC y cualquier transacción de financiación relacionada son justas o injustas para los tenedores no afiliados de

la SPAC, así como una discusión de las bases para esa conclusión. También relacionado a la actuación de la alta dirección, se requeriría la divulgación de si algún director votó en contra o se abstuvo de votar por la aprobación de la transacción de-SPAC o cualquier financiamiento relacionado, exponiendo las razones que motivaron su decisión.

Continuando la línea de dar mayor participación a partes independientes, que permitan validar la calidad del negocio que se está cerrando, la SEC propone la inclusión de informes, dictámenes y tasaciones de la empresa objetivo, realizadas por terceros no relacionados. Indudablemente, resultaría benéfico para los accionistas contar con información profesional y con ausencia de sesgo significativo, que podría ser útil para tomar decisiones de voto, inversión y rescate en relación con la transacción de-SPAC.

Posibles Consecuencias Sobre las SPACs

Existe gran debate acerca de ¿cuáles serían las consecuencias de nuevas regulaciones acerca de las SPACs? Akdoğu et al. (2021), examina el efecto del primer anuncio oficial de la SEC con respecto a las propuestas regulatorias sobre las SPACs, utilizando la metodología de estudio de eventos. Sostenedos en el argumento de que el arbitraje regulatorio es una de las fuentes principal del atractivo de las SPACs, el impacto de la primera intervención regulatoria en el instrumento podría ser bastante negativo. Sin embargo, sus hallazgos no son consistentes con este punto de vista y no se han visto impactos significativos en las SPACs que ya se encontraban vigentes.

En la visión a futuro del instrumento, se podría trazar un paralelismo con lo sucedido con las regulaciones impuestas a las *blank check companies* en los años 80 con la PSRA, donde según la visión de Heyman D. (2007), “las regulaciones son tan estrictas que no solo eliminaron la utilidad de las compañías de cheque en blanco como vehículo para los esquemas de *pump-and-dump* o inflar y vender, como también hicieron que el vehículo dejara de ser atractivo para la mayoría de las actividades legítimas de recaudación de capital.

¿Qué Esperar de los Próximos Años?

2023: un Año Clave Para las Liquidaciones de SPACs

Cabe recordar que las SPACs tienen un tiempo límite para completar una transacción de M&A, comprando una compañía, típicamente de dos años post IPO. En caso contrario, el dinero recaudado deberá volver a mano de los inversores. Teniendo en cuenta que el año 2021 fue el pico de emisiones de SPACs, durante el año 2023 se produce la expiración del plazo de muchas de esas transacciones, excepto que se logren extensiones de plazo para completar las adquisiciones, que deberán ser aprobadas por los accionistas en cada caso, lo que a priori parecería que no es viable para la gran mayoría de los casos.

Tal como describe Celarier (2023), en los primeros meses del año, el caso más relevante en cuanto a una extensión exitosa es el del gigante Jaws Mustang Acquisition Corp., impulsada por el sponsor Barry Sternlicht. Jaws en su IPO recaudó 900 millones de dólares en febrero del 2021, siendo una de las 10 mayores SPACs en tamaño de la historia y ante la imposibilidad de conseguir una empresa con la cual concretar una fusión, debió extender su plazo de vida para continuar con la búsqueda hasta febrero del 2024. Quizá esto pueda ser una pequeña pista de lo que suceda en el año 2023, una gran ola de extensiones y aquellas que no lo logren, pasarán a liquidación. La Tabla 4 muestra cual es el estatus a marzo del 2023 de las principales SPACs en tamaño, cuyo plazo límite para concretar una fusión han vencido o vencen hasta abril del 2023, y a comienzo del año aún no habían encontrado una empresa target. Como se puede observar la gran mayoría ha optado por la liquidación y apenas una ha encontrado una empresa con la cual ha seguido avanzando para concretar una fusión.

Tabla 4

Status de las principales SPACs por tamaño con plazo límite para fusionarse entre enero y abril del 2023

Nombre SPAC	Tamaño MM USD	Fecha límite	Estatus
Churchill Capital Corp. VII	1.200	Feb-23	Extensión aprobada hasta May-23
Austerlitz Acquisition Corp. II	1.200	Feb-23	Liquidada
Jaws Mustang Acquisition Corp.	900	Feb-23	Extensión aprobada hasta Feb-24
FTAC Hera Acquisition Corp.	800	Mar-23	Liquidada
Compute Health Acquisition Corp.	750	Feb-23	Target Encontrado
Pontem Corporation	600	Ene-23	Extensión aprobada hasta Jul-23
Hudson Executive Investment Corp. III	525	Feb-23	Liquidada
SVF Investment Corp.	525	Ene-23	Liquidada
MSD Acquisition Corp.	500	Mar-23	Liquidada
Warburg Pincus Capital Corp. I-B	500	Mar-23	Liquidada
Lazard Growth Acquisition Corp. I	500	Feb-23	Liquidada

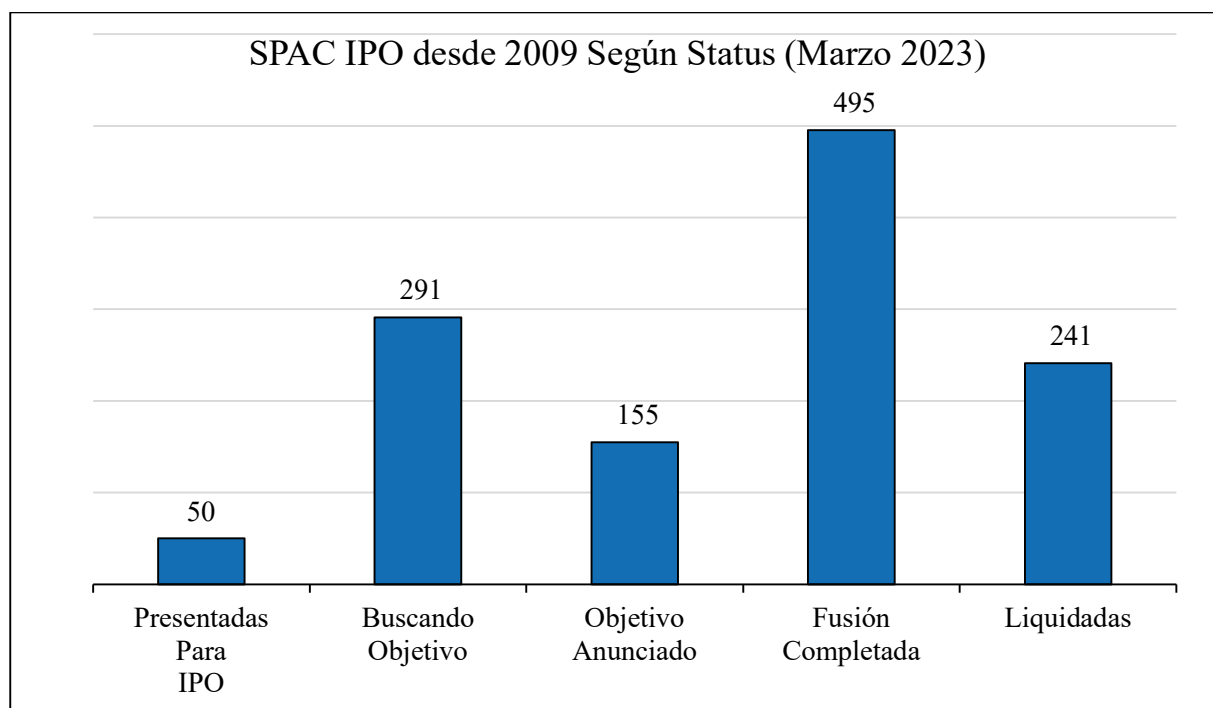
Fuente: elaboración propia en base a datos de Stock Analysis (2023) y Market Screener (2023).

Cabe el cuestionamiento de si las extensiones que solicitan las SPACs sponsors, son, en su mayoría, realmente para intentar de manera proactiva conseguir una empresa con la cual concretar la fusión o simplemente el objetivo principal es extender un poco más la vida del instrumento invertido a tasas libres de riesgo, donde en los últimos meses se han visto buenos rendimientos. Dada la situación de turbulencia actual de los mercados y una recesión cada vez más cerca (JP Morgan, 2023). Con ello, no está claro el horizonte de salida a través de de-SPACs, al menos para la mayoría de ellas durante el año 2023, si se mantiene la tendencia observada en los primeros meses del año. Según Go (2023), de la consultora Ernst & Young, tal vez con una estabilización de los mercados la confianza de los inversores podría volver, y las empresas destacadas que habían pospuesto los planes de salida a bolsa podrían reiniciarlos, aunque con menores valuaciones.

Según el sitio especializado SPAC Insider (2023), a febrero de este año, de las 641 SPACs con IPOs realizadas durante el año 2021 en los EE. UU., más del 40% de ellas aún está en proceso de búsqueda de empresa para fusionarse. La Figura 15 muestra la cantidad de SPACs según su estatus a marzo del 2023, incluyendo todas aquellas lanzadas desde el año 2009 en EE.UU., hasta el momento solamente un 20% han finalizado en liquidación, pero es posible que ese porcentaje aumente en el próximo año.

Figura 15

Estatus de las SPACs lanzadas desde el año 2009 hasta febrero del 2023



Fuente: elaboración propia en base a datos de SPAC Insider (2023).

Las devoluciones de dinero masivas podrían verse como un gran fracaso de toda la ola de SPACs de los últimos años, alimentando a aquellos que cuestionan la eficacia de estos instrumentos. Tull (2023), como se citó en O'Connor y Nazir (2023), remarca que “es posible que muchas SPACs terminen devolviendo el dinero a los inversionistas, lo que alimentaría la prensa negativa sobre las éstas.”

Performance de las SPACs

Cuando se trata el tema de la sostenibilidad de largo plazo, es fundamental que el instrumento resulte atractivo también para los inversores. La performance de las SPACs puede ser variable, ya que depende del éxito de la empresa que se adquiera y la estrategia que se adopte a través de las distintas etapas de la vida del instrumento. Si consideramos desde su nacimiento hasta la actualidad, la mayoría ha tenido problemas y han registrado caídas en sus acciones. Klausner et al. (2021), desarrollan este punto, exponiendo que los retornos de accionistas de SPAC IPOs que no rescataron sus acciones en el período de análisis de 2019-20 han sido, en promedio, pérdidas sustanciales posteriormente a la fusión de-SPAC. Los bajos rendimientos posteriores a la fusión para su muestra 2019-2020 son, en su conjunto son consistentes con el desempeño de SPACs antes de 2019. Las SPACs en promedio tuvieron rendimientos positivos del 19,1% a los doce meses posteriores a una fusión. Sin embargo, los mercados en promedio aumentaron más en el mismo período. Un año después de una fusión, las SPACs en promedio habían tenido un rendimiento inferior al índice IPO en un 50,9%, al Nasdaq en un 17,9% y al Russell 2000 en un 4,4%. Esta diferencia se acentúa durante la explosión de la burbuja SPAC, según los mismos autores, con un exceso de retorno promedio de 100.4% contra el índice IPO, 64.1% comparando con el índice Nasdaq y

38.0% versus el Russell 2000.⁵ Es importante tener en cuenta la diferenciación entre los distintos momentos de la vida de las SPACs, ya que existen hechos bien marcados que incluso podrían llevar a que como instrumento de inversión no se trata de un único tipo de activo, sino que varía según la etapa de vida en la cual se encuentre, y por lo tanto, los retornos siguen fundamentos muy diferentes en cada una de éstas etapas.

El Underpricing post IPO

En la literatura financiera abunda información y estudios que demuestran la tendencia al *underpricing* en las IPOs tradicionales, por ejemplo, Ritter (2002) ubica el promedio de los retornos del primer día en un 18,8%. Por el lado de las SPACs, Boyer y Baigent (2008) encuentran que el rendimiento promedio de un día para 87 SPACs en su muestra es del 1,23 %, lo cual que es relativamente pequeño en comparación con el rendimiento promedio del primer días de las IPOs tradicionales. Similares resultados han sido obtenidos por Lakicevic y Vulcanovic (2011) utilizando una muestra más grande de SPACs en los mercados de EE. UU. Rodrigues y Stegemoller (2014) concluyen que esta subvaluación inferior a la habitual es intuitiva y coherente con el proceso de valuación. Según ellos, las IPOs de las SPACs son mucho menos ruidosas y, por lo tanto, más fáciles que las de una IPO tradicional. Argumentan que el papel del banco de inversión que actúa como suscriptor y asesor debería ser menos intensivo en mano de obra, ya que la SPAC representa un “fondo de efectivo”. Además, el establecimiento del modelo de cuenta de depósito en garantía hace que la valuación sea relativamente constante en comparación con la de las empresas típicas en el mercado general de IPO. En definitiva, el inversor que ingresa a un IPO de una SPAC está comprando títulos del Tesoro de EE. UU., por lo cual gran parte del riesgo asociado es el de dicho instrumento, lo que representa un riesgo bajo y lo que diferencia a cada SPAC es la capacidad y habilidad del sponsor en encontrar un negocio atractivo, lograr la fusión y rentabilizar la tenencia de los warrants.

Performance Entre la SPAC IPO y la Fusión De-SPAC

Desde que se produce la SPAC IPO, hasta que se concrete una fusión, las acciones, unidades y warrants de las SPACs son libremente negociados en los mercados. Por el mecanismo que tiene la cuenta fiduciaria, el precio unitario de los activos debe estar alrededor del valor prorrateado del fideicomiso. Sin embargo, la literatura observa retornos anormales en fechas de anuncios importantes, principalmente en los anuncios de adquisiciones. Lakicevic y Vulcanovic (2013) encuentran que los tres activos relacionados a SPACs experimentan retornos anormales positivos en el día de anuncios importantes. Las acciones experimentan un rendimiento del 1,2 %, las unidades un 2,42 % y los warrants un rendimiento del 10,4 %.

Por su parte, Rodrigues y Stegemoller (2014) comparan los rendimientos del día de anuncios de adquisiciones hechas por SPACs, con anuncios de adquisiciones realizadas por empresas no-SPACs, es decir, que ya cotizan vía un IPO tradicional, para muestras comparables. Los autores encuentran rendimientos positivos y más sólidos para el caso de los anuncios de adquisiciones realizados por las SPACs. Los rendimientos del día del anuncio al cual llegan son del 5,5% en promedio para las SPACs, contra un 1,7 % para las no-SPACs. La conclusión a la que llegan es que la gran diferencia en los rendimientos entre los adquirentes SPACs y no-SPACs es en gran medida por la reducción en el valor de las adquisiciones tradicionales, que provienen de fuentes de las que carecen las SPACs, es decir, de la sobreestimación de sinergias o de la revelación de nueva y no deseada información sobre el conjunto de oportunidades de inversión de la empresa objetivo.

⁵ Exceso de retorno es el retorno de una SPAC menos el retorno del mercado de referencia, si una SPAC ha perdido, por ejemplo, el 50 % de su valor mientras que el mercado ha ganado un 50 %, entonces los autores han medido un exceso de retorno del -100 %.

Mitchell y Pulvino (2012) muestran un razonamiento económico que concluye que invertir en SPACs fue una estrategia dominante para los inversores de fondos de cobertura en los años anteriores a 2009. Las SPACs están estructurados de tal manera que los accionistas obtienen beneficios equivalentes a los beneficios de tener un bono libre de riesgo, ya que los fondos resultantes de las IPOs se invierten en bonos del Tesoro de EE. UU., más una opción de compra dada por el *warrant*. Antes de la reciente crisis financiera global –de 2007 - 2009, rendían, en promedio, aproximadamente un cuatro por ciento más que las letras del Tesoro. La literatura de las SPACs confirma que los rendimientos para los inversores, durante el período entre la oferta pública inicial y la adquisición, son en general ligeramente positivos.

Lakicevic y Vulcanovic (2013) calculan el rendimiento de una cartera para SPACs que se encontraban en la etapa posterior al anuncio para el período 2007-2009 tomando la fecha de salida a bolsa como punto base. Informan un rendimiento positivo en una estrategia *buy and hold* del 9,6%. Dimitrova (2017) observa que, para su muestra, la rentabilidad entre el anuncio y la fusión es del 4,4 %.

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, se observa que entre la SPAC IPO y la fusión, los activos ofrecen retornos acordes al riesgo que representan, excepto en las situaciones extremas del mercado que se observaron entre fines del año 2020 y principios del año 2021, donde los inversores que han comprado en el pico de la “SPAC-Mania” han visto un deterioro en sus inversiones.

Performance Post-Fusión

Desde el punto de vista del inversor, está claro que busca obtener retornos en función al riesgo asumido, que de acuerdo con los puntos que se han desarrollado en el caso de las SPACs, representa un riesgo mayor si comparamos con un índice de acciones como, por ejemplo, el S&P500 o el NASDAQ, por lo que el inversor racional esperaría un mayor retorno para recompensar ese riesgo asumido. Sin embargo, según Klausner et al. (2021), su pobre rendimiento posterior a la fusión sugiere que, en promedio, las SPACs han sido y continuarán siendo una mala inversión para los accionistas que no efectúen rescates. Los autores atribuyen la mala performance a las fallas estructurales que tiene el instrumento, entre otros aspectos puntualizando en el aspecto de la dilución de los accionistas.

La performance post fusión no es un tema nuevo que genera amplio debate, Jenkinson y Sousa (2015) ya sostenían que los inversores de SPACs deben escuchar al mercado. A partir de la construcción de carteras de SPACs “buenos” y “malos” de acuerdo con una regla simple y observable basada en el precio de mercado, suba o baja, en la fecha de anuncio del objetivo a fusionar. En la muestra, los inversores aprobaron el 74 % de las transacciones, aunque, según la regla propuesta, más de la mitad de estas transacciones deberían haber sido rechazadas. Los inversores que fueron en contra de la señal del mercado, es decir, compraron cuando el precio de mercado bajó en la fecha de anuncio de la compañía objetivo perdieron alrededor del 39% de sus inversiones en seis meses, aumentando a pérdidas de más del 79% después de un año. Por el contrario, los inversores que siguieron la estrategia simple, de solo respaldar aquellas operaciones en las que la reacción del mercado fue positiva, obtuvieron beneficios atractivos y de bajo riesgo.

Entonces la pregunta es, ¿por qué los inversores aprueban tantos acuerdos que destruyen el valor? Al analizar el comportamiento comercial en torno a la fecha de la votación para adquirir o liquidar, en el caso de las SPACs “malos”, casi un tercio de las acciones en circulación se negocian en los siete días bursátiles anteriores a la votación de aprobación de fusión. Se encontró un patrón de negociación, con una pequeña cantidad de grandes transacciones ocurriendo en los últimos días antes de que se tome la decisión, a precios que son significativamente más altos que los precios en el mercado e iguales al valor fiduciario por acción. Estos no son intercambios normales y la única forma de racionalizar tales intercambios es la compra de votos por parte de los sponsors y sus socios, a grandes inversores que han indicado que votarán en contra del acuerdo. Las estructuras de las SPACs no restringen dicho comportamiento y se han encontrado registros regulatorios que confirman tales fundamentos de transacciones. Entonces, los inversores que siguen siendo tenedores en la fecha de la decisión deben ser extremadamente cuidadosos, ya que las partes en conflicto pueden poseer una proporción significativa de

las acciones con derecho a voto y una fusión preaprobada. Es posible que los grandes inversores ya se hayan dirigido a la salida, por lo que los inversores minoritarios o menos sofisticados no pueden aprovechar su información, análisis o juicio, derivando en una desprotección ante información asimétrica y en consecuencia riesgos adicionales de entrar en una inversión que difícilmente alcanzará su rentabilidad esperada.

Bruck (2021) realizó un análisis de performance post fusión, llegando a conclusiones similares en cuanto a la mala performance de estas en promedio. Sin embargo, el autor fue más allá en su análisis, buscando específicamente para encontrar puntos en común de las de-SPACs con buena performance. La muestra de de-SPACs se dividió en dos submuestras: ‘Buenos de-SPACs’ y ‘Malos de-SPACs’, definiendo a un “buen de-SPAC” como una empresa de-SPAC con un alfa positivo y que superó ambos *benchmark* utilizados, el Russell 2000 y el *CRSP US Total Market Index*. Aperturaron la muestra en dos submuestras que contenían once “Buenos de-SPACs” y cincuenta y tres “Malos de-SPACs”. Entre sus hallazgos más destacados, concluyeron que los retornos entre los 3 y 10 días posteriores a la fusión han sido un buen predictor de la performance futura de ambos. Seis meses después de la fusión, la cartera “Malos De-SPAC” tuvo un rendimiento inferior al índice Russell 2000 en un -48 % y CRSP en un -40 %, mientras que “Buenos De-SPAC” superó al índice Russell 2000 en un 45 % y a CRSP en un 53 % en el mismo período. Mientras que los “Malos De-SPAC” tuvieron un retorno anormal acumulado negativo entre tres y diez días de -7 % y -11 %, los “Buenos De-SPAC” obtuvieron retornos positivos entre 1 % y 8 % en el mismo período bajo análisis.

Ya más recientemente, Klausner et al. (2021) detallan que los rendimientos posteriores a la fusión para las SPACs que se fusionaron durante el año y medio anterior habían caído drásticamente, incluso en comparación con los índices de mercado y las OPI tradicionales. Al 1 de diciembre del 2022, las SPACs que se fusionaron entre julio de 2020 y diciembre de 2021 tenían un precio promedio por acción de \$3,85, más del 60 % por debajo de los \$10 por acción que los accionistas de SPACs podrían haber recibido si rescataran sus acciones. Al comparar estos rendimientos con los índices de referencia, la SPAC promedio posterior a la fusión tuvo un rendimiento inferior al del Nasdaq en un 44 % y un rendimiento inferior al del Russell 2000 en un 51 % e inferior al promedio de las IPOs tradicionales en un 26 %.

Los mismos autores señalan que las SPACs con patrocinadores de alta calidad experimentaron tasas de rescates más bajas, atrajeron a PIPE más grandes y tuvieron retornos posteriores a la fusión mayores que otras SPACs. Los factores que contribuyeron a estos rendimientos más altos fueron PIPE más altos, rescates más bajos y menos dilución, pero los patrocinadores de alta calidad también pueden haber contribuido directa o indirectamente. Sin embargo, sus hallazgos sobre los rendimientos de las SPACs con sponsor de alta calidad no sugieren que esas SPACs sean buenas inversiones, solo que son mejores que las inversiones en SPACs con sponsor que no son de alta calidad. Sobre una base ajustada al mercado, incluso los sponsors de alta calidad tuvieron un desempeño medio bajo.

En resumen, la literatura encuentra consistentemente que, en general, las SPACs tienen un rendimiento en general como activo financiero inferior al de las IPOs y de los principales *benchmark*. Entonces también resulta clave para la sostenibilidad del instrumento, que el mercado logre encuadrar correctamente las SPACs como un *asset class* o tipo de activo que sea atractivo para los retornos en una cartera diversificada, tanto desde su IPO en el mercado como en los períodos posteriores a la fusión.

¿Qué Beneficios Mantendrían las SPACs por sobre un IPO tradicional post Regulaciones?

Un punto interesante para tener en cuenta a la hora del uso de las SPACs es la velocidad. En el mundo actual los cambios suceden cada vez con mayor frecuencia e intensidad, es natural pensar que en las compañías suceda algo similar, quizá aquél ciclo de vida que se ha mencionado al principio de este trabajo donde vemos un capital semilla, start-up, que pasa por un primero, segundo, tercer etapa de financiamiento hasta llegar a un IPO, haya quedado obsoleto para algunos tipos de negocios como las derivadas de la industria tecnológica y necesiten una respuesta más rápida e infusiones de capital suficientes para sostener una curva empinada de crecimiento.

En ese sentido, Grylewicz et al. (2022), concluyen en sus hallazgos que “las compañías que hacen oferta pública vía SPAC tienen más activos intangibles y tienden a ser más riesgosas, sugiere que están en un estadio más temprano en su ciclo de vida que empresas que lo hacen vía IPO tradicional”. En el mismo sentido respecto al tamaño de las empresas, Riemer (2007) afirma que las SPACs constituyen un sustituto a los inversores de capital privado, por lo que son una innovación financiera beneficiosa. El autor atribuye parcialmente el crecimiento y éxito de las SPACs como una respuesta a las políticas gubernamentales, en particular a las restricciones que la Ley Sarbanes-Oxley de 2002 impuso a las pequeñas empresas que intentan recaudar fondos en los mercados públicos. Por lo tanto, no deja de ser una opción más para uso de las empresas pequeñas que quizá no tengan un abanico tan grande de opciones a la hora de adentrarse en los mercados públicos.

Clave Para Sobrevivir N° 1: la Calidad de la Información de las Proyecciones

Dambra et al. (2022) examinan las características y las consecuencias en el mercado de capitales de los pronósticos de ingresos de-SPACs, donde encuentran evidencia que las declaraciones prospectivas protegidas por puerto seguro en las adquisiciones de SPACs son demasiado optimistas y engañosas para los inversores desinformados. Muestran que las empresas que dan pronósticos de ingresos altos en sus presentaciones para inversores atraen significativamente más la atención de los inversores minoristas y que estas mismas empresas tienen un rendimiento inferior a largo plazo. Eso atenta contra la sostenibilidad del modelo SPAC en sí mismo, dañando la imagen y la confiabilidad de las transacciones. Las proyecciones son necesarias, para ilustrar su historia de crecimiento y cotizar en bolsa, y los inversores pueden beneficiarse al obtener acceso a dichas empresas en su cartera de inversiones. Sin embargo, es clave alinear los incentivos para que exista un mayor análisis y menor sesgo hacia arriba de la perspectiva futura de las empresas, lo que pone en igualdad de condiciones al público inversor en general. Proyecciones más precisas, ayudan a construir la confiabilidad del instrumento lo que beneficiará a las empresas que realmente estén sólidas y en condiciones de asumir una cotización pública, ampliando el público inversor y proporcionando mayores valuaciones.

Tal como expone Glasner (2020), estudios recientes de las SPACs encontraron que es más probable que los objetivos de las SPACs sean empresas “sin ingresos” o de bajos ingresos. Por lo tanto, es aún más importante tener argumentos sólidos para proyectar crecimiento futuro y evitar caer en la tentación de priorizar el corto plazo en detrimento de la permanencia a largo plazo del instrumento.

Quizá en muchos casos, la mala calidad de la información utilizada sea por una salida antes de tiempo por parte de la empresa operativa, es decir, antes de haber podido organizar debidamente procesos internos, cuestiones financieras, contables, fiscales y legales. Esta parte compite con la necesidad de fondos para un potencial crecimiento, por lo tanto, es fundamental encontrar un equilibrio entre ambos factores. Huffman et al. (2023), describen que esto se puede observar en los informes de auditoría post de-SPAC, a través de los *going-concern qualification* o calificación de empresa en marcha. Cuando exista una duda sustancial sobre la capacidad de una empresa para continuar operando en un futuro cercano, definido por un período de hasta un año inclusive, su auditor emitirá una opinión de auditoría calificada, o “calificación de empresa en marcha”, enfatizando este punto. Los autores mencionan que, el promedio de empresas en los Estados Unidos con estas calificaciones ronda un 25% en los últimos 6 años, en cambio para las SPACs en el mismo período el 45% de las empresas recibieron estas calificaciones, pero, sin embargo, apenas un 1% de las empresas ha tenido eventos de presentar la quiebra. Por lo tanto, no parece ser un buen predictor de quiebras y es una posibilidad que las empresas aún no estén suficientemente maduras en algunas cuestiones, lo que dispara dudas en los auditores al momento de emitir su opinión.

Clave Para Sobrevivir N° 2: la Dilución de los Accionistas

Klausner et al. (2023) abordan el tema de la dilución como la clave para que las SPACs continúen siendo una alternativa relevante dentro de los mercados financieros. Explican que los 10 USD que los inversores han aportado al momento del SPAC IPO, sufren una dilución al momento mismo del IPO, pero el grado de dilución puede aumentar o disminuir en el momento de la fusión. Es en el momento de la

fusión que los accionistas de SPACs toman su decisión de inversión, ya sea invertir en una fusión propuesta o rescatar sus acciones y en ese momento los accionistas deberían ser informados de cuánto efectivo neto permanece subyacente a sus acciones, es decir, cuánto efectivo se invertirá realmente en la empresa objetivo. Una información transparente, contribuye a que el instrumento de inversión sea confiable, para que pueda ser sostenible, pilar fundamental para que se puedan explotar al máximo sus ventajas, y en la industria financiera hay sobrados ejemplos de que la confianza es algo que se construye lentamente y se puede perder muy rápido y con consecuencias devastadoras.

Los autores detallan cuáles son esas fuentes de dilución: en primer lugar, está la “incentivo” del sponsor, que consiste en acciones que el sponsor recibe esencialmente de forma gratuita como compensación por sus servicios y que, por convención, se fijan en el 20% del capital social posterior a la oferta pública inicial de la SPAC. Dejando de lado otras fuentes de dilución, si una SPAC vende 80 acciones en su oferta pública inicial a 10 USD cada una y entrega 20 acciones como incentivo a su sponsor de forma gratuita, la SPAC tiene 8 USD en efectivo por acción. Otras fuentes de dilución en el momento de la SPAC IPO son los warrants emitidos a favor de los inversores del IPO y al sponsor en caso de que aporte dinero adicional en la SPAC IPO.

En segundo lugar, al momento de la fusión de-SPAC, el efectivo neto por acción puede aumentar o disminuir. Disminuirá en el caso que existan pagos diferidos a los colocadores o *underwriters* que no hayan sido acordados estar a cargo del sponsor y además es común tener costos de asesoría financiera adicionales. Por otro lado, los rescates aumentan la dilución, ya que reducen tanto el efectivo como las acciones, el numerador y el denominador de la relación de efectivo neto por acción, pero reducen el efectivo en un factor proporcionalmente mayor, lo que reduce la relación. Esto se debe a que cada redención elimina aproximadamente 10 USD de efectivo en el numerador y una acción en el denominador, pero no reduce proporcionalmente el número de acciones de incentivo del sponsor en el denominador que no vienen con efectivo. Por otro lado, el efectivo neto por acción aumentará en la medida en que una SPAC emita nuevas acciones a través de un PIPE a 10 USD por acción y en la medida en que el sponsor acepte perder algunas de sus acciones o *warrants* en la negociación de la fusión.

Para tener una dimensión del gran impacto que puede causar una información difusa a la hora de tomar una decisión de inversión, los autores señalan que el efectivo neto por acción en el momento de una fusión varía entre las SPACs y con el tiempo. Entre las SPACs que se fusionaron entre enero de 2019 y junio de 2020, previo al rescate en el momento de la fusión, en promedio, fue de 7,50 USD, y posterior al rescate fue de 4,10 USD, con una alta varianza en cuanto a los promedios. Entre las SPACs que se fusionaron entre septiembre de 2021 y noviembre de 2021, se estimaron posterior al rescate fue de 6,40 USD, lo que reflejó PIPE relativamente grandes y una tasa de rescates mucho más baja durante ese período.

Brechas Regulatorias no Cubiertas

Spamann (2022) plantea un aspecto que, si bien no es tratado por la SEC, sí en gran medida puede ser mitigado con la regulación propuesta por la HFSC. El autor habla de manera tajante de la *SPAC Trap* o trampa de las SPACs, criticando la propuesta regulatoria de la SEC por no atacar el principal problema que creen tiene un impacto muy negativo en los inversores poco sofisticados. El mecanismo de rescates, y en particular la estrategia de “afirmar y rescatar”, que consiste en poder votar a favor de la fusión y luego rescatar sus acciones capturado por los inversores sofisticados, se ve inafectado, por lo cual sostiene que las SPACs seguirían siendo una trampa para los inversores poco sofisticados. Las SPACs ofrecen dos pagos alternativos del mismo valor en la de-SPAC: el valor de rescate o una acción en la entidad posterior a la de-SPAC. Por el efecto de la dilución, antes de la de-SPAC, el precio de las acciones de la SPAC refleja el pago más alto, de modo que los inversores no sofisticados sistemáticamente pagan en exceso al no rescatar sus acciones. Este sobrepago es captado, directa o indirectamente, principalmente por los sponsors de la SPAC, lo que permite que este último gane dinero con las SPACs incluso si el negocio de-SPAC destruye valor.

El autor plantea que la propuesta de la SEC se basa en el marco oficial de larga data de la SEC que supone que los inversores se valen por sí mismos y que todo estará bien siempre que los inversores tengan suficiente información. Sin embargo, si los inversores de SPACs fueran del tipo que lee las divulgaciones de la SEC, no habría sido necesario que la SEC les recordara, un año antes, que “nunca es una buena idea invertir en una SPAC solo porque alguien famoso patrocina o invierte en él o dice que es una buena inversión” (SEC, 2021).

¿Volveremos a ver niveles de emisiones, en monto y cantidad, similares a 2020 y 2021?

Tasas de interés elevadas respecto a la que tuvimos en los años 2020 y 2021, circunstancia que según las últimas declaraciones de la FED, a fines de febrero del 2023, se mantendría al menos hasta el 2025 en los niveles actuales. Esto implica que, para la valuación de las empresas, los *cash-flow* de las mismas serán descontados a una tasa WACC mayor respecto a los años 2020 y 2021, lo que implica una menor valuación para la gran mayoría de las empresas, medido en términos reales. Lucas y McDonald (1989), en la llamada “*Market-Timing Theory*”, presentan un modelo de información asimétrica en el que las empresas posponen su emisión de acciones si saben que actualmente están subvaluadas. Si un mercado bajista asigna un valor demasiado bajo a la empresa, dado el conocimiento de los empresarios, retrasarán sus IPOs hasta que un mercado alcista ofrezca precios más favorables. Por su parte, Choe et al. (1993), como un efecto contagio en el mercado, sostienen que “las empresas evitan emitir en períodos en los que emiten pocas empresas de buena calidad”.

Kmet et al. (2021) creen que, a pesar de los problemas, hay varias razones de peso para creer que la estructura SPAC pueda resistir y desempeñar un papel significativo a largo plazo en los mercados de capitales. Para ello es necesario un mayor compromiso y exposición al desempeño de la empresa a largo plazo, aumentando la presión para centrarse en algo más que cerrar un trato y seguir adelante, una actitud que ha plagado los acuerdos de SPACs en el pasado. Los autores sugieren que hay algunas iniciativas que pueden hacer más robusto al modelo. En primer lugar, los sponsors, ante la fuerte competencia en el mercado, están mejorando los términos del acuerdo para reducir la dilución general y alinear los incentivos de las partes interesadas a más largo plazo. El caso de Pershing Square Tontine Holdings de Bill Ackman, por ejemplo, no tenía prevista la posibilidad de que los sponsors compraran el 20 % de la SPAC a un valor nominal, es decir, dejó a un lado el beneficio de compensación vía acciones de la SPAC. Otras SPACs, como Executive Network Partnering Corporation y Periphos Capital Partnering Corporation, adoptaron una nueva estructura llamada CAPS, innovada por Evercore. Esta estructura comienza con una compensación más baja (5 %) que puede crecer con el tiempo si la acción funciona y cumple determinada performance. Algunas SPACs incluso exigen que los inversores del IPO que rescaten sus acciones, entreguen sus warrants u otros derechos adquiridos al momento del SPAC IPO. Klausner et al. (2021), mencionan, por ejemplo, el derecho a suscribir acciones adicionales “sin costo” al momento de la fusión de-SPAC, típicamente 1 acción adicional cada 10 unidades suscriptas en la SPAC IPO.

Feng et al. (2022) realizan un interesante análisis donde clarifican el debate político acerca de las regulaciones, cuantificando los conflictos de intereses de los incentivos de los sponsors de la SPAC y los accionistas y el impacto potencial de la información asimétrica en la transacción. Sus estudios muestran que vincular la compensación del sponsor a las ganancias y mejorar la transparencia de la información del mercado SPAC, puede conducir potencialmente a mejoras significativas en el bienestar de los accionistas, mientras que es probable que reducir la emisión de garantías en las SPACs IPO sea beneficioso en general.

Existen autores que creen que las SPACs llegaron para quedarse. A diferencia de la crisis financiera de 2007-2010, las principales tendencias evolutivas de las SPACs están disciplinadas por los reguladores, principalmente la SEC y los requisitos de cotización (la Regla 102.6 bajo NYSE y la Regla IM-5101-2 bajo NASDAQ). Tal es el caso de Vulcanovic y D’Avila (2021), quienes sostienen que las SPACs están dominadas por el mantra de la autorregulación y, a partir de ciertas regulaciones, tienen la

capacidad de convertirse en una forma de cotización, además de las cotizaciones directas y las IPOs tradicionales.

Es difícil predecir si las SPACs son sostenibles en el tiempo, ya que son un fenómeno relativamente nuevo y su modelo de negocio ha evolucionado rápidamente en los últimos años. Las SPACs han ganado popularidad debido a su capacidad para permitir a las empresas acceder a los mercados públicos de manera más rápida, en especial para los casos donde no se cuentan con estados financieros auditados y con costos que en algunos casos pueden ser menores que los procesos tradicionales de IPO. Sin embargo, también han sido objeto de críticas por su falta de transparencia y la posibilidad de que los patrocinadores de SPACs se beneficien en exceso a expensas de los inversores. Además, el mercado de las SPACs es altamente competitivo, lo que puede llevar a una sobreoferta de empresas que buscan ser adquiridas y una escasez de oportunidades de inversión rentables. Si esto sucede, es posible que los inversores se vuelvan más cautelosos a la hora de invertir en una SPAC y que el modelo de negocio de las SPACs pierda su atractivo.

Las nuevas regulaciones de la SEC están destinadas a abordar algunas de estas preocupaciones y pueden ayudar a aumentar la transparencia y la responsabilidad de las SPACs. Sin embargo, no está claro si estas medidas serán suficientes para garantizar que las SPACs sean sostenibles en el largo plazo. Para la SEC es un desafío poder intervenir con la dosis justa de regulación, en un contexto de dificultad de financiación para las empresas, con mayores tasas de interés. Cargar con aún más peso sobre las empresas que hoy avizoran un escenario de recesión sería quizá la estocada final para muchas de ellas. Por otro lado, una demora en reaccionar o una reacción que no sea suficiente puede atentar contra la sostenibilidad a largo plazo del instrumento SPAC. Entonces, existe una necesidad de análisis exhaustivo de cada uno de los aportes que puedan ser realizados para construir la modificación legal definitiva sobre la propuesta realizada en el año 2022, pensando en minimizar el impacto total sobre las empresas y sobre los inversores, tanto a corto como a largo plazo.

En resumen, el futuro de las SPACs es incierto y dependerá en gran medida de cómo evolucione el mercado y cómo respondan los inversores y reguladores a los nuevos desafíos y oportunidades que surjan.

Conclusión

Si tuviéramos que definir de manera simple a las finanzas, según el diccionario de El Economista (2023), podríamos decir que estudia el funcionamiento de los mercados de dinero y capitales, destacando dentro de los aspectos más importantes la obtención de recursos, el valor tiempo del dinero y el costo del capital. El mundo de las finanzas en general se encuentra en constante evolución y adaptación ante las necesidades de empresas y de inversores, en definitiva, de la sociedad en general. Esto implica el desarrollo y la optimización de instrumentos de financiación para aquellos que tengan ideas negocios que crear o potenciar los ya existentes, poniéndolos en contacto con aquellos que tengan capital excedente para aportar, a cambio de una rentabilidad.

Las SPACs como instrumento han tenido una evolución extraordinaria. Desde aquellas compañías de cheque en blanco, su antecesor más parecido, que tantos problemas ha causado en los años '80, hasta su versión de la actualidad, el salto de calidad es enorme. Aún con todas sus falencias y cuestiones regulatorias que a la fecha no se han terminado de implementar, que seguramente continuarán en discusión en los próximos años, las SPACs han contribuido en el desarrollo de una cantidad enorme de negocios y empresas que han podido cubrir sus necesidades de financiación. Especialmente útil para aquellas compañías en fase inicial, con modelos de negocios aún inestables o inciertos, pero ágiles y adaptadas a la realidad de velocidad que demanda la innovación constante en la actualidad. Además, han resultado muy útiles y efectivas para cubrir las necesidades de financiación en el mercado de capitales, para aquellas empresas que se encuentran en países con mercados inmaduros o que no tienen la profundidad necesaria para dotar de recursos a las compañías.

El punto más débil parece ser la desprotección a los intereses del inversor minorista. A la vista del público en general, las SPACs quedaron con su imagen dañada, principalmente por lo ocurrido desde 2020 hasta 2022. Es necesario reforzar el modelo, tarea que está siendo ardua para los reguladores, ya que se debe encontrar un punto intermedio entre la corrección del rumbo a través de mayores controles, pero por otro lado un exceso podría dañar de muerte al instrumento tal como lo conocemos actualmente.

Ante la pregunta planteada, ¿es sostenible en el tiempo el nivel, en monto y cantidad de emisiones, de las SPACs en los EE.UU. observado durante los años 2020 y 2021? Si bien es complejo realizar una proyección, parece sumamente improbable que se den todos los factores juntos que contribuyeron al récord de SPACs en el año 2021, ciclo iniciado en el 2020: tasas de interés extremadamente bajas, política monetaria expansiva, una Reserva Federal comprando masivamente activos financieros, aumentando del tamaño de su hoja de balance general, mercados financieros como el S&P 500 en máximos históricos y la existencia de brechas regulatorias aprovechadas para potenciar la cantidad y montos de las transacciones.

Como se plantea al inicio, los mercados evolucionan y se adaptan rápidamente. La necesidad de financiarse por parte de las empresas seguirá estando y la de los inversores por obtener retornos también. La visión a futuro acerca de las SPACs es que los reguladores no volverán atrás con sus propuestas en los EE.UU. y terminarán implementándose. Ese factor juega un papel fundamental y puede incluso ser determinante para que las SPACs pasen a ocupar nuevamente un papel marginal en el mercado, tal como lo son hoy las compañías de cheque en blanco. Eventualmente, a futuro serán reemplazadas por un nuevo instrumento, que permita cubrir esa necesidad financiera. Una herramienta que tome sus mejores características y ajuste sus puntos débiles, posiblemente bajo un nuevo nombre y que deberá tener un tiempo de maduración que permita masificarse de manera eficiente, tanto para empresas como para inversores en general.

Glosario

- **Blind pools o fondos ciegos:** también llamados “suscripción de cheque en blanco” o “oferta de cheque en blanco”, es un programa de participación directa o sociedad que carece de un objetivo de inversión declarado para los fondos que se recaudan de los inversores.
- **De-SPAC:** etapa final del proceso SPAC, que culmina con la adquisición y fusión de parte de la SPAC con una empresa objetivo.
- **DPO (Direct Public Offering) u Oferta Pública Directa:** es un tipo de oferta en la que una empresa ofrece sus acciones directamente al público para recaudar capital, eliminando intermediarios como bancos de inversión y agentes de bolsa.
- **Due diligence:** es una investigación, auditoría o revisión realizada para confirmar hechos o detalles de un asunto bajo consideración. En un contexto de IPO requiere un examen de los registros financieros antes de realizar una transacción propuesta con otra parte.
- **FPO (Follow-on Offerring):** es una emisión de acciones posterior a la oferta pública inicial (IPO) de una empresa.
- **IPO (Initial Public Offering) u Oferta Pública Inicial:** se refiere al proceso de ofrecer acciones de una empresa privada al público, a través de nueva emisión de acciones por primera vez, permitiendo a una empresa obtener capital de inversores públicos.
- **Lock-up period:** es una ventana de tiempo en la que los inversores no pueden canjear o vender acciones de una inversión en particular.
- **PIPE Deal (Private Investment in Public Equity) o Inversión Privada en Acciones Públicas:** se refiere a la práctica de los inversores privados que compran acciones que cotizan en bolsa a un precio inferior al precio actual disponible para el público, principalmente hecho por fondos mutuos e inversores institucionales que logran acuerdos para comprar grandes porciones de acciones a un precio preferencial.
- **Private Equity:** son sociedades de inversión que compran y administran empresas o parte de ellas, para potenciarlas y hacer crecer su valor antes de venderlas. En general su salida se da a través de ofertas públicas. Las firmas de capital privado operan estos fondos de inversión principalmente en nombre de inversores institucionales.
- **Pump and dump:** es un esquema de manipulación que intenta aumentar el precio de una acción o valor a través de recomendaciones, que se basan en declaraciones falsas, engañosas o muy exageradas. Los artífices del esquema ya tienen una posición en las acciones de la compañía y venderán sus posiciones después de que la exageración haya llevado a un precio de acción más alto.
- **Reverse Merger o Fusión Inversa:** mecanismo por el cual una empresa privada se convierte en una empresa pública a través de una adquisición y fusión con una compañía pública ya existente.
- **Roadshow:** serie de presentaciones realizadas para captar interés de los inversores, potenciales compradores de acciones de una compañía en un IPO. A los posibles inversores se les presenta la empresa, su historia y su personal clave.
- **SEC (Securities and Exchange Commission):** es una agencia de supervisión del gobierno de los EE. UU., responsable de regular los mercados de valores y proteger a los inversores.
- **SPAC:** empresa ficticia que se forma para recaudar capital a través de una oferta pública inicial con el fin de adquirir una empresa o negocio privado que se identificará después de la oferta pública inicial.
- **Sponsor:** una variedad de personas o entidades que, a través de su dinero, poder, contactos o influencia, apoyan las metas y objetivos de alguna otra persona u organización.
- **Stakeholder:** persona o entidad que tiene un interés en el rendimiento de una empresa por motivos distintos al rendimiento o la apreciación de las acciones, por ejemplo: dueños, accionistas, empleados de la compañía, bonistas que tienen deuda de la empresa.

- **Start-up:** es una empresa joven, en las primeras etapas de sus operaciones y en pleno desarrollo de negocios, establecida por uno o más emprendedores para crear productos o servicios únicos o novedosos.

- **Trust account o cuenta fiduciaria:** cuenta donde se deposita el dinero recaudado por una SPAC, este dinero es retenido por un tercero para ser usado cuando se consume la transacción o devolver a los inversores en caso que no se concrete el de-SPAC.

- **Underwriter:** en un contexto de IPO administran la emisión y distribución pública de las acciones del emisor en el mercado. Trabajan para determinar el precio de un IPO, comprar los valores del emisor y vender los valores a los inversores a través de su red de distribución.

- **Venture Capital:** son fondos de inversión que administran el dinero de los inversionistas que buscan participaciones de capital privado en start-up y pequeñas y medianas empresas con un fuerte potencial de crecimiento. Estas inversiones generalmente se caracterizan como oportunidades de muy alto riesgo/alto rendimiento.

Bibliografía

- Ackman, B. (2022). Bill Ackman Liquidará la SPAC al no Encontrar una Empresa Objetivo. Estrategia de Inversión. Disponible en: <https://www.estrategiasdeinversion.com/actualidad/noticias/bolsa-eeuu/bill-ackman-liquidara-la-spac-al-no-encontrar-n-541617>
- Akdoğan, E., Simsir, S. y Meric Yilmaz, M. (2022). SPACs and the Regulation Gap: The Effect of First SEC Intervention on Share and Warrant Returns. [SPACs y las Brechas Regulatorias: El Efecto de la Primera Intervención de la SEC]. *Finance Research Letters, Forthcoming*. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4227893>
- Alija, O. (2022). How SPACs went splat. [Cómo las SPACs Quedaron Salpicadas]. Financial Times. Disponible en: <https://www.ft.com/content/1fecedf0-bf22-4e61-875a-5c185f441d12>.
- Arel, J., Donahue, S., Letalien, J. & Mordecai, M. (2022). SPAC 2021 Year-End Review and 2022 Preview: Tailwinds, Headwinds, and Regulatory Landscape. [Revisión del Año 2021 en las SPACs y Proyección del 2022: Vientos de Cola, Vientos en Contra y Panorama Regulatorio] <https://www.jdsupra.com/legalnews/spac-2021-year-end-review-and-2022-6792705/>
- Bai, J., Ma, A. & Zheng, M. (2021) Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs. [Mercados Públicos Segmentados y la Demanda SPAC]. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3746490> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746490>
- Banco de la Reserva Federal de Saint Louis de EE.UU. (2023). Disponible en: <https://fred.stlouisfed.org/>
- Baker, M. & Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. [Sentimiento de los Inversores y Retornos de Acciones]. *The Journal of Finance* (New York), 61(4), 1645–1680. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- [Bertoni, S. & Gara, A. \(2021\). Hot SPAC Market Could Freeze After Potential SEC Rule Change. \[Mercado SPAC Caliente Podría Enfriarse Post Cambio Regulatorio de la SEC\]. Forbes. Disponible en: <https://tinyurl.com/nhej8sfp>](https://www.forbes.com/sites/berniel/2021/03/11/hot-spac-market-could-freeze-after-potential-sec-rule-change/) Binder, R., Steiner, P., & Woezel, J. (2002). McKinsey: Perspectives on Corporate Finance and Strategy [Perspectivas en Finanzas Corporativas y Estrategia]. Disponible en: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-new-way-to-measure-ipo-success>
- Blankespoor, E., Hendricks, B., Miller, G. & Stockbridge, DJ. (2022). A Hard Look at SPAC Projections. [Una Mirada Dura en las Proyecciones de las SPACs]. *Management Science*, 68 (6), 4742-4753. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3961848>
- Blomkvist, & Vulcanovic, M. (2020). SPAC IPO waves. [Olas de SPACs IPOs] *Economics Letters*, 197, 109645–. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.109645>
- Boyer, C. and Baigent, G.G. (2008), “SPACs as alternative investments”. [SPACs Como Inversiones Alternativas]. *The Journal of Private Equity*, Vol. 11 No. 3, pp. 8-15. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.3905/jpe.2008.707198>
- Brealey A., Myers. S & Allen F. (2011). How Corporations Issue Securities. [Como Las Empresas Emiten Acciones], *Principles of Corporate Finance* (10th ed., pp. 362-382). The Mc Graw Hill.
- Bruck, O. (2021). SPACs: Spectacular Investments o Speculative Bets? Analysis of the Post-Merger Common Stock Performance of the ‘SPAC Frenzy’ in 2020. [SPACs: ¿Inversiones

Espectaculares o Apuesta Especulativa? Análisis de la Performance Post-Fusión del Frenesí SPAC del 2020]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4051204> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4051204>

Brown, B. (2023). “Special Purpose Acquisition Companies Complicate the D&O Market.” [Las SPACs Complican el Mercado de Seguros de Directores y Ejecutivos]. *Best’s Review* 124.2: 46–50. Print. Disponible en: <https://www.proquest.com/trade-journals/special-purpose-acquisition-companies-complicate/docview/2770360756/se-2?accountid=133671>

Carney, J. (2012). [President Obama To Sign Jumpstart Our Business Startups \(JOBS\) Act](https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/president-obama-sign-jumpstart-our-business-startups-jobs-act). [El Presidente Obama Firma la Ley de Aceleración de Empresas Emergentes]. Secretaría de la Oficina de Prensa de la Casa Blanca. Disponible en: <https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2012/04/05/president-obama-sign-jumpstart-our-business-startups-jobs-act>

Cazier, R., Merkley, K. and Treu, J. (2019). When are Firms Sued for Qualitative Disclosures? Implications of the Safe Harbor for Forward-Looking Statements [¿Cuándo las Empresas son Demandadas por sus Proyecciones Cualitativas? La Implicancia del Puerto Seguro]. *The Accounting Review*, Forthcoming. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2859596> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2859596>

Celarier, M. (2023). A SPAC Empire Faces a Disastrous Market. [Un Imperio SPAC Enfrenta un Mercado Desastroso]. *Institutional Investor*. Disponible en: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b8x8vvvsstjtt6/A-SPAC-Empire-Faces-a-Disastrous-Market>

Chapman, K., Frankel, R. & Martin, X. (2021). SPACs and Forward-Looking Disclosure: Hype or Information? [SPACs y Proyecciones: ¿Autobombo o Información?]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3920714> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3920714>

Chatterjee, S., Chidambaran, N.K. & Goswami, G. (2016). Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs. [Diseño para IPO no Estándar: el Caso SPAC]. *Journal of International Money and Finance* 69, 151-178. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.07.005>

Choe, H., Masulis, Ronald, W. & Nanda, V. (1993). Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence. [Ofertas de Acciones Ordinarias a Través del Ciclo de Negocios: Teoría y Evidencia]. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 1, No. 1, pp. 3-31. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=903156>

Chong, E., Zhong, E., Li, F., Li, Q., Agrawal, S. & Zhang, Q. (2021) Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective. [Estudio Integral de las SPACs: Perspectiva de Inversión]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3862186> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3862186>

Coates, J. (2022). SPAC Law and Myths. [SPAC: Leyes y Mitos] Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4022809> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>

[Colombo, D. \(2018\). Los 7 grandes errores de Warren Buffet. Forbes Argentina. Disponible en: https://www.forbesargentina.com/liderazgo/los-7-grandes-errores-warren-buffett-n737](https://www.forbesargentina.com/liderazgo/los-7-grandes-errores-warren-buffett-n737)

Crain, P. & Srinivasan, R. (2021). Uncertainty, prospectus content, and the pricing of initial public offerings [Incertidumbre, contenido del prospecto y precio de un IPO]. *Journal of Empirical Finance*, 64, 160–182. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2021.08.007>

Cumming, D., Hass, L. & Schweizer, D. (2012). The Fast Track IPO – Success Factors for Taking Firms Public with SPACs. [IPO de Vía Rápida: Factores de Éxito para Compañías que se Hacen Públicas Vía SPAC]. *Journal of Banking and Finance*, Forthcoming, Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2144892> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2144892>

Dambra, M., Even-Tov, O. & George, K. (2022). Are SPAC Revenue Forecasts Informative? [¿Son las SPACs Informativas en sus Proyecciones]. Disponible: <https://ssrn.com/abstract=3933037> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3933037>

Dambra, M., Even-Tov, O. & George, K. (2022). Should SPAC Forecasts be Sacked? [¿Deberían Ser Despedidos los Pronósticos de las SPACs?]. Disponible en: https://www.utah-wac.org/2022/Papers/even-tov_UWAC.pdf

Deloitte (2023). What is an IPO [¿Qué es un IPO]. Disponible en: <https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/audit/articles/what-is-an-ipo.html>

Dimitrova, L. (2016). Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, the ‘Poor Man’s Private Equity Funds.’ [Incentivos Perversos de las SPACs: Hombres Pobres de los Fondos de Capital Privado]. *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, Vol. 63, No. 1, 2017 Forthcoming, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2139392> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139392>

El Economista. (2023). Finanzas: Concepto de Finanzas. Disponible en: <https://www.economista.es/diccionario-de-economia/finanzas>

Faure-Grimaud, A. & Gromb, D. (2004). Public Trading and Private Incentives. [Cotización Pública e Incentivos Privados]. *The Review of Financial Studies*, 17(4), 985–1014. Disponible en: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhh002>

Feng, F., Nohel, T., Tian, X., Wang, W. & Wu, Y. (2022). Opaque Information and The Incentives of SPAC Sponsors. [Información Opaca y los Incentivos de los Sponsor de las SPACs]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4069007> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4069007>

Gara, A., Haverstock, E., & Klebinkov, S. (2020). The Looming SPAC Meltdown. [El Colapso que se Avecina de las SPACs]. *Forbes*, 203(6), 114–119. Disponible en: <https://search-ebscohost-com.ezproxy.utdt.edu/login.aspx?direct=true&db=bsu&AN=147327987&lang=es&site=ehost-live>

Gahng, M., Ritter, J. & Zhang, D. (2021). SPACs. *The Review of Financial Studies*, forthcoming, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3775847> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3775847>

Gensler, G. (2022). SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections. [La SEC Propone Reglas Para Mejorar la Divulgación y la Protección de los Inversores en Relación con las SPACs, las Empresas Cáscara y las Proyecciones]. Disponible en: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56>

Glasner, J. (2020). SPAC To The Future: How Blank-Check Acquirers Could Reshape Emerging Companies Roles In Public Markets. [SPACs Hacia el Futuro: Como las Regulaciones Podrían Remoldearlas]. *Crunchbase*. Disponible en: <https://news.crunchbase.com/news/spac-to-the-future/>

Go, P. (2022). The global IPO market continues to plummet as Q3 draws to a close. [El Mercado Global de IPO Continúa Pesado en el Tercer Trimestre]. *Ernst & Young* Disponible en: [https://www.ey.com/en_gl/ipo/trends#:~:text=Year%2Dto%2Ddate%20\(%20year%20\(YOY\)%2C%20respectively](https://www.ey.com/en_gl/ipo/trends#:~:text=Year%2Dto%2Ddate%20(%20year%20(YOY)%2C%20respectively)

Go, P. (2023). Q1 2023 Global IPO Market: A Continued Unwelcome Environment. [Mercado de IPO 1º Trimestre de 2023: Continuación de Un Entorno Desfavorable]. *Ernst & Young*. Disponible en: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-2023-q1-v1.pdf

Gompers, Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? [¿Como los inversores de *Venture Capital* toman decisions?] *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>

Greenspan, R. (2021). Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC. [Dinero por Nada, Acciones Gratis: Una Breve Historia de las SPACs]. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3832710> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832710>

Greifeld, K. & Lipschultz, B. (2021). GameStop Short-Sellers Reload Bets After \$6 Billion Loss. [Vendidos en Corto en Gamestop Recargan Apuestas Después de 6 Mil Millones de USD en Pérdidas]. Bloomberg. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-25/gamestop-short-sellers-reload-bearish-bets-after-6-billion-loss>

Grylewicz, S., Hartman-Glaser, B., & Mayer, S. (2022). PE for the public: the rise of SPACs. [Del Private Equity al Público: El Auge de las SPACs]. SSRN Electronic Journal. Disponible en: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3947368>

Groh, A., Proelss, J., Sannajust, A. & Schweizer, D. (2022). Leave no Money on the Table: Venture Capitalists' SPAC Exits. [Sin dejar Dinero Sobre la Mesa: Salidas de los Venture Capital]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4182131> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4182131>

Halbhuber, H. (2022). An Economic Substance Approach to SPAC Regulation. [Un Abordaje de la Sustancia Económica de las Regulaciones SPAC]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4005605> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4005605>

Hayes, A. (2023). What Is a Bull Market, and How Can Investors Benefit From One? [¿Qué Es un Bull Market, y Cómo los Inversores Pueden Beneficiarse]. Investopedia. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/b/bullmarket.asp>

Henry-Reid, T. (2022). Three Reasons to Prefer an Initial Public Offering Over a SPAC. [Tres Razones Para Preferir un IPO Tradicional Sobre una SPAC]. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4078371> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4078371>

Herbst-Bayliss, S. (2022). Trump-tied SPAC Adopts 3-Month Extension as Shareholder Overtures Fall Short. [SPAC Vinculado a Trump Adopta una Extensión de 3 Meses a Medida que las Propuestas de los Accionistas se Quedan Cortas]. Thomson Reuters. Disponible en: <https://www.reuters.com/markets/deals/digital-world-acquisition-corps-postpones-virtual-meeting-by-three-hours-find-2022-09-08/>

Heyman D. (2007). From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market and the Market's Response to the Regulation. [Desde las Compañías de Cheque en Blanco a las SPACs: La Respuesta del Regulador y del Mercado]. Disponible en: <https://core.ac.uk/download/pdf/159610375.pdf>

Hsu, D. (2022). What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? [¿Qué Pagan Los Emprendedores por Asociarse a Venture Capital?]. University of Pennsylvania Wharton School Working Paper. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=350380> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.350380>

Huffman, A., Lee, M., & Plastino, D. (2023). Going-Concern Qualifications: A Reliable Predictor of Insolvency? [Calificaciones de Empresa en Marcha, ¿Un Indicador Confiable de Bancarrota?]. *American Bankruptcy Institute Journal*, 42(2), 26–55. Disponible en: https://utdt.primo.exlibrisgroup.com/permalink/54UTDT_INST/i9blsq/cdi_proquest_journals_2771385749

Hunsaker, M. (2017). IPO Advantages and Disadvantages [Ventajas y Desventajas de las IPOs]. Disponible en: <https://www.ipohub.org/ipo-advantages-disadvantages/>

Instituto de Finanzas Corporativas. (2023). Follow-on Offering [Oferta de Seguimiento]. Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/equities/follow-on-offering/>

Jasinski, N. (2020). Name of the Game In Celebrity SPACs. [Nombre del Juego en las Celebridades de SPACs] *Barron's*, 100(50), 16–17.

Jenkins, P. (2020). The Twisted Logic of Reverse Listings [La Lógica Retorcida de las Fusiones Inversas]. *Financial Times*. Disponible en: <https://www.ft.com/content/7501e978-2a62-4a5c-bf94-aaacf2ce40f2>

Jenkinson, T. & Sousa, M. (2015). Why SPAC Investors Should Listen to the Market. [¿Porqué Inversores SPAC Deberían Escuchar el Mercado?]. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, Vol. 21, No. 2, 2011, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2691586>

JP Morgan. (2023). 2023 Market Outlook: Stocks Set to Fall Near-Term as Economic Growth Slows. [Proyección de Mercado 2023: Acciones Programadas Para Caer en el Corto Plazo Mientras el Crecimiento Económico se Frena]. Disponible en: <https://www.jpmorgan.com/insights/research/market-outlook>

Kajerdt, J., & Rydberg, A. (2021). Betting on the jockey rather than the horse: a study on the determinants of mergers of SPAC IPOs. [Apostando al Jockey más que al Caballo: un Estudio de los Determinantes en Fusiones de SPACs]. Disponible en: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1525528/FULLTEXT01.pdf>

Kämmerer S., Schneider A. & Dobravsky, L. (2022). Investigating SPAC Mania. [Investigando la SPAC Mania]. Disponible en: https://mcusercontent.com/9420ac9879a7a598919203fce/files/460da617-b883-0a52-aca8-2108ba9a4c54/2022_SPAC_Mania_Report_TNMT_NEW.pdf

Klausner, M. and Ohlrogge, M. (2021). SPAC Governance: In Need of Judicial Review. [Gobernanza en las SPACs: Necesitando Revisión Judicial]. NYU Law and Economics Research Paper No. 22-07, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 564, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3967693> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3967693>

Klausner, M. & Ohlrogge, M. (2023) Was the SPAC Crash Predictable? [¿Fue Predecible la Caída Abrupta de las SPACs?]. *Yale Journal on Regulation Bulletin*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4362831>

Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2021). A Sober Look at SPACs. [Una Mirada Sobria a las SPACs]. *Yale Journal on Regulation*, 2022, Volume 39, Issue 1. Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 559. NYU Law and Economics Research Paper No. 20-48, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 746/2021. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3720919> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3720919>.

Klausner, M., Ohlrogge, M., & Halbhuber, H. (2022). Net Cash per Share: The Key to Disclosing SPAC Dilution. [Efectivo Neto por Acción: la Clave para Transparentar la Dilución SPAC]. *Yale Journal on Regulation Bulletin*, 40, 18-36. Disponible en: <https://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/jregb40&i=18>

Kmet, B., McKay, M., & Olsen, T. (2021). SPACs: Tapping an Evolving Opportunity. [Aprovechar una Oportunidad de Evolución]. Disponible en: <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/2021/>

Kronenberg, J. (2021). SEC Reportedly Tightens SPAC Accounting Rules Even More. [SEC Endurece Aún Más Las Reglas Contables de las SPACs]. *Seeking Alpha*. Disponible en: <https://tinyurl.com/ms6v26ek>

- Lake, R. (2021). What Is the IPO Process? [¿Qué es el proceso de IPO]. Disponible en: <https://www.sofi.com/learn/content/what-is-the-ipo-process/>
- Lakicevic, M. & Vulanovic, M. (2013). A Story on SPACs. [La Historia de las SPACs]. *Managerial Finance*, Vol.39. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1958238> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1958238>
- Lamont, D. (2021). The Pros Cons and Incentives Behind the SPAC Craze Sweeping Markets [Los Pros, Contras e Incentivos Detrás de la Locura que Barre a los Mercados]. *Professions Financieres*. Disponible en: <https://www.professionsfinancieres.com/The-pros-cons-and-incentives-behind-the-SPAC-craze-sweeping-markets>
- Lewellen, K. (2003). Risk, Reputation and the Price Support of IPO. [Riesgo, Reputación y Soporte de Precios en el IPO]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=479925> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.479925>
- Lewellen, S. (2009). SPACs as an Asset Class. [SPACs como Clase de Activo]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1284999> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1284999>
- Lin, C., Lu, F., Michaely, R. & Qin, S. (2021). SPAC IPOs and Sponsor Network Centrality. [SPACs IPOs y la Centralidad de las Redes del Sponsor]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3856181> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3856181>
- Long, S., Lucey, B., Yarovaya, L. & Xie, Y. (2022). “I Just Like the Stock”: The Role of Reddit Sentiment in the GameStop Share Rally. [Yo Solo Quería La Acción: El Rol de Reddit en el Rally de Gamestop]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3822315> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3822315>
- Market Screener. (2023). Disponible en: <https://www.marketscreener.com/>
- Mitchell, M. & Pulvino, T. (2012). Arbitrage crashes and the speed of capital. [Caídas de Arbitraje y Velocidad del Capital]. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 469–490. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.09.002>
- Moon, L. (2021). An Overview of SPACs and the 2020-2021 SPAC Surge. [Una Mirada General de las SPACs y su Aumento en 2020-2021]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3979359> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3979359>
- Morah, C. (2021). How Do Stock Warrants Differ From Stock Options? [¿En Qué Difieren los Warrants de las Opciones?]. Investopedia. Disponible en: <https://www.investopedia.com/ask/answers/08/stock-option-warrant.asp>
- Murray, J. (2014). The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs. [La Regulación y el Precio de las SPACs]. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1746530> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1746530>
- Newman, N. & Trautman, L. (2021). Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC. [Las SPACs y la SEC]. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 24, Iss. 3, 2022, Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper No. 21-49. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3905372> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3905372>
- O’ Connor, M. & Nazir, D. (2022). SPAC IPOs, deals fell in 2022. [Los Negocios SPACs Caen en 2022]. S&P Global Market Intelligence. Disponible en: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/spac-ipos-deals-fell-in-2022-73994241>
- Passador, M. (2021). In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO. [De Vuelta al Ruedo: el Nuevo Auge de las SPACs]. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*,

2022, vol. 16, 105-162., Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3820957; University of Luxembourg Law Working Paper No. 2021-005. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3820957> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3820957>

Pawliczek, A., Skinner, A. & Zechman, S. (2022). Signing blank checks: The roles of disclosure and reputation in the face of limited information. [Firmando Cheques en Blanco: Los Roles de la Apertura y Reputación con Información Limitada]. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3933259> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3933259>

PriceWaterhouseCoopers (2022). Global IPO Watch Q3 2022. Disponible en: <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ipo-centre/assets/pwc-global-ipo-watch-q3-2022.pdf>

Putnins, T. (2021). Free Markets to Fed Markets: How Modern Monetary Policy Impacts Equity Markets. [Mercados Libres a Mercado FED: Como la Política Monetaria Moderna Impacta en los Mercados de Acciones]. Financial Analysts Journal, Forthcoming, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3621460> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3621460>

Ramkumar, A. (2021). The Celebrities From Serena Williams to A-Rod Fueling the SPAC Boom. [Las Celebridades Desde Serena Williams Hasta A-Rod Echando Combustible al Boom de las SPACs]. The Wall Street Journal. Disponible en: <https://www.wsj.com/articles/the-celebrities-from-serena-williams-to-a-rod-fueling-the-spac-boom-11615973578>

Ramkumar, A. (2022). SPAC Boom Ends in Frenzy Of Liquidation. [El Boom SPAC Termina en un Frenesí de Liquidaciones]. The Wall Street Journal. Eastern Edition. Disponible en: <https://www.wsj.com/articles/spac-boom-ends-in-frenzy-of-liquidation-11671917668>

Reddit vs. Wall Street: The Story [Reddit vs. Wall Street: La Historia]. (s.f.). Thinkhouse. Disponible en: <https://www.thinkhousehq.com/insights/reddit-vs-wall-street-the-story>

Reddy, B. (2021). The SPACtacular Rise of the Special Purpose Acquisition Company: A Retail Investor's Worst Nightmare. [El SPACtacular Auge de las SPACs: Una Pesadilla para Inversores Minoristas]. Journal of Corporate Law Studies Forthcoming, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 32/2021, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3968983> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3968983>

Ritter, J. and Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. [Una Revisión de la Actividad SPAC: Precios y Asignaciones]. Yale ICF Working Paper No. 02-01, Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=296393> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.296393>

Riemer, D. (2007) Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux? [SPAC o Compañías de Cheque en Blanco]. Disponible en: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5

Rodrigues, U. and Stegemoller, M. (2021). Redeeming SPACs. [Rescates en las SPACs]. University of Georgia School of Law Legal Studies Research Paper No. 2021-09, Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3906196> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3906196>

Rodrigues, & Stegemoller, M. (2014). What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions. [Lo que las Compañías nos Dicen Acerca de las IPOs y las Adquisiciones]. Journal of Corporate Finance (Amsterdam, Netherlands), 29, 111–121. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.07.003>

Rose, A. (2021). SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage. [Fusiones SPAC, IPOs y el Puerto Seguro: Desempacando Mensajes del Arbitraje Regulatorio]. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3945975> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3945975>

Securities and Exchange Commission (2018). Securities Act of 1933. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

Securities and Exchange Commission (2020). Special Purpose Acquisition Companies: CF Disclosure Guidance: Topic No. 11 [Finanzas Corporativas Guía de Apertura de Información: Tema N° 11]. Disponible en: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>

Securities and Exchange Commission. (2021). Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert. [Alerta a Inversores – Involucramiento de Celebridades en las SPACs]. Disponible en: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/celebrity-involvement-spacs-investor-alert>

Securities and Exchange Commission (2022a). Securities Act of 1934. Disponible en: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

Securities Exchange and Commission. (2022b). SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections. [La SEC Propone Reglas Para Mejorar la Divulgación y la Protección de los Inversores en Relación con las SPACs, las Empresas Cáscara y las Proyecciones]. Disponible en: <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56>

Securities and Exchange Commission. (2022c). Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections. Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>

Securities and Exchange Commission (2023). Regulation S-X [17 CFR Part 210]. Disponible en: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-210>

Shachmurove, Y., & Vulcanovic, M. (2017). SPAC IPOs. Oxford Handbook of IPOs. [Manual Oxford de las SPACs IPO]. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2898102>

Schapiro, M. (1990). Seeking New Sanctions: Comments on Developments in the Commission's Enforcement [En Búsqueda de Nuevas Sanciones: Comentarios Sobre los Desarrollos de la Comisión]. SEC. Disponible en: <https://www.sec.gov/news/speech/1990/030990schapiro.pdf>

Sjostrom, W. (2008). The Truth About Reverse Mergers. [La Verdad de Las Fusiones Inversas]. Entrepreneurial Business Law Journal, Vol. 2, 2008, Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1028651>

SPAC Insider. (2023). Disponible en: <https://www.spacinsider.com/>

Spamann, H. & Guo, H. (2022). The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection. [La Trampa SPAC: Como las SPACs Desactivan la Protección Indirecta al Inversor]. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 1080. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4135558> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4135558>

Stock Analysis. (2023). Disponible en: <https://stockanalysis.com/>

Tuch, A., & Seligman, J. (2022). The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers, and Direct Listings. [La Mayor Erosión de la Protección del Inversor: Exenciones Ampliadas, Fusiones SPAC y Listados Directos]. Iowa Law Review, 108(1), 303–377. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4160185

Tradingview. (2023). Disponible en: <https://es.tradingview.com/>

Virgin Galactic. (2019). Prospecto de Emisión Fusión de-SPAC. Disponible en: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1706946/000114420419034053/tv524921_ex99-2.htm

Vulanovic, M. & D'Ávila, D. (2021). A Rethinking of U.S. Forward-Looking Statements in SPACs [Repensando las Proyecciones en las SPACs]. Fordham Journal of Corporate and Financial Law. Disponible en: <https://news.law.fordham.edu/jcfl/2021/07/13/a-rethinking-of-u-s-forward-looking-statements-in-spacs/>

Weinstein, J. (2010). Using Earnouts to Create Solutions in Mergers & Acquisitions Transactions [Usando Cláusulas de Ganancias Para Crear Soluciones en Transacciones de M&A]. Bloomberg Law Reports. Vol. 4, No. 8. Mergers and Acquisitions.

Wilson, K. (2015). Policy Lessons from Financing Innovative Firms. [Lecciones de Política de Financiación en Empresa Innovadoras]. OECD Publishing. Disponible en: <https://doi.org/10.1787/5js03z8zrh9p-en>

Yahoo Finance. (2023). Disponible en: <https://finance.yahoo.com/>