



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**SPACS COMO ALTERNATIVA A LAS
TRADICIONALES SALIDAS A BOLSA.
REFLEXIONES DESDE LA NORMATIVA
ESPAÑOLA**

José Alberto Medina de Obesso
5º E-3 Analytics
Derecho Mercantil

Tutor: Carlos Paredes Galego

Madrid
Abril 2021

ÍNDICE

Listado de abreviaturas

Introducción

Capítulo I. Orígenes e historia de las SPACs

Capítulo II. Estructura y funcionamiento del paradigma estadounidense

1. La constitución de la SPAC
2. La salida a bolsa de la SPAC
3. La fusión con la compañía objetivo identificada
 - 3.1. Derecho de separación de los socios
 - 3.2. *Private Investments in Public Equity*
4. La liquidación de la SPAC

Capítulo III. Ventajas de las SPACs frente al modelo tradicional

1. Costes de salir a bolsa
2. El equipo de dirección
3. Ventajas regulatorias de las SPACs

Capítulo IV. Aspectos negativos y críticas. Puntos a mejorar

1. Rentabilidad para el accionista
2. Conflicto de intereses

Capítulo V. Importación del modelo a España. Cabida bajo el marco jurídico español

1. Plano jurídico internacional
2. Ordenamiento jurídico español

Capítulo VI. El futuro (y presente) de las SPACs

Conclusiones

Bibliografía

LISTADO DE ABREVIATURAS

AIFMD: *Alternative Investment Fund Managers Directive*

BOE: Boletín Oficial del Estado

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

CNN: *Cable News Network*

CFR: *Code of Federal Regulations*

DOUE: Diario Oficial de la Unión Europea

EU: *European Union*

FINRA: *Financial Industry Regulatory Authority*

IPO: *Initial Public Offering*

NASDAQ: *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*

NYSE: *New York Stock Exchange*

OPA: Oferta Pública de Adquisición

PIPE: *Private Investments in Public Equity*

PCAOB: *Public Company Accounting Oversight Board*

RD: Real Decreto

SEC: *U.S. Securities and Exchange Commission*

SPAC: *Special Purpose Acquisition Company*

UE: Unión Europea

US: *United States*

INTRODUCCIÓN

La salida a bolsa de una compañía supone un hito en su trayectoria como negocio. La aspiración de acceder al mercado público de capitales incrementa a medida que lo hace la dimensión, las perspectivas de futuro y la rentabilidad de la empresa. Sin embargo, este proceso de salida a bolsa, es decir, la Oferta Pública de Venta de las acciones de la compañía, es un proceso generalmente largo y embarragoso, complicado y, sobre todo, muy costoso. Llevando consigo muchos meses de modelar riesgos, valorar activos y pasivos, *due diligences*, y donde intervienen numerosos bancos de inversión, asesores y despachos de abogados.

No obstante, puede que muchas empresas carezcan de tal cantidad de recursos y de un tiempo tan preciados. Por lo que el instrumento que vamos a analizar, las *Special Purpose Acquisition Companies* (desde ahora en adelante, “SPACs”), aparece como forma de aliviar o aligerar tan aparatoso proceso de oferta pública, tratando de superar todos esos obstáculos y desventajas que las tradicionales salidas a bolsa acarrear.

El funcionamiento básico de este proceso tan novedoso para sacar al mercado una sociedad es el siguiente: un organizador o promotor sale a bolsa con una compañía ficticia (la SPAC), recaudando del público un monto de dinero con la finalidad de que, en un plazo de tiempo prefijado, el promotor de la SPAC identifique una empresa privada objetivo y la haga entonces pública comprándola con ese dinero inicialmente allegado o fusionándose con ella.

En principio, parece una buena idea y los inversores estadounidenses parecen haberla acogido con los brazos abiertos, pues se trata de una de las tendencias más populares del último año¹. Por ello, nuestro objetivo va a ser, basándonos en la literatura americana que examina los resultados y éxito de estas operaciones societarias durante las décadas que llevan empleando este vehículo, analizar si se trata de un instrumento atractivo que pueda ser exportado y generalizado en nuestro contexto jurídico y económico. Para ello, nos serviremos de ejemplos reales de SPACs, predominantemente americanas, explorando cuáles son sus términos y estructura más

¹ En enero de 2021 se han lanzado cinco SPACs diferentes cada día laborable (SPAC invasión, 2021). Si todas las salidas a bolsa en Estados Unidos emitieron 167 mil millones de dólares en 2020, las SPACs constituyeron la mitad de dicha cifra. Poniéndolo en perspectiva, 1999 ostentaba hasta la actualidad el record de dinero obtenido en salidas a bolsa con 108 mil millones de dólares recaudados (Balu y Sen, 2020).

comunes. Finalmente, trataremos de determinar qué cabida podría tener esta figura legal en el ordenamiento jurídico español, reseñando qué cuestiones jurídicas de nuestra regulación esenciales deberíamos resolver o modificar para una hipotética implantación y popularización de este vehículo, como forma más ágil y eficaz de alcanzar los deseados mercados de capitales.

Para llevar a cabo este Trabajo de Fin de Grado vamos a partir, primero, de un análisis de la literatura americana para dilucidar si nos encontramos ante un instrumento eficaz para salir a bolsa, si afronta y resuelve los principales inconvenientes de una oferta pública de venta al uso y, eventualmente, si aporta mayores ventajas que desventajas. Tratando, seguidamente, de identificar los puntos y cuestiones jurídicas clave que pueden llegar a colisionar con el marco legal de la Bolsa de Valores española, e intentando dar una posible solución y potencial forma legal que podría llegar a adoptar en nuestro mercado.

CAPÍTULO I: ORÍGENES E HISTORIA DE LAS SPACS

Autores como Shachmurove y Vulcanovic (2017) datan el nacimiento de las SPACs en las *blind pools* de la Inglaterra del siglo XVIII, ligadas a la burbuja financiera creada con la compañía *South Sea*. Charles Mackay en un libro sobre psicología de las masas, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, ya en 1841 hacía referencia a un promotor financiero que en 1720 tentó a los inversores a invertir su dinero en una “*company for carrying on an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is*”. Una de las compañías-burbuja, dentro de una lista de ochenta y seis, que fueron declaradas ilegales y suprimidas por la orden del Consejo Privado del Reino Unido recogida en ese texto.

Más tarde, el invento sería exportado al continente americano, donde florecieron como consecuencia de la época de bonanza de los años 1920s, bajo la fórmula de *investment trusts*. Unos vehículos que evolucionarían paulatinamente hacia la forma de *blank check companies*, el abuelo de las actuales SPACs. El artículo de Sloane (1987), publicado en el *New York Times*, criticaba ya en esa época cómo los inversores se encontraban totalmente desprotegidos ante la proliferación de esas “inversiones ciegas” que adoptaban la forma de *blank check companies*. La diferencia de éstas con las actuales SPACs es que se trataba de sociedades que emitían acciones a centavo (o *penny stocks*) donde se suman un alto riesgo, un importante componente especulativo y bastante falta de información acerca del destino o utilización de los fondos recaudados. El autor hacía hincapié en el hecho de que la compañía que eventualmente se hacía pública lo hacía por fusionarse por la ya cotizada *blank check*, lo que conllevaba que no tuviese que cumplir con todos los rigurosos requerimientos de suscripción y registro que una salida a bolsa tradicional lleva consigo; algo que resultaba indiciario de la a veces poca solvencia de las compañías privadas objetivo de fusión con una *blank check company*.

Numerosos casos de fraude después, sería bajo el mandato de George H.W. Bush cuando se promulgaría el *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*, con un mandato a la SEC para que tomase cartas en el asunto. De esta forma y dos años más tarde, el regulador del mercado de valores americano recogía en su Regla nº 419(a)² (i) la obligación de que los fondos allegados por la compañía *blank*

² 17 CFR § 230.419.

check fueran consignados en una cuenta de depósitos en garantía asegurada hasta que llegase el momento de la fusión; (ii) que el valor de los activos de la compañía objeto de adquisición no podría ser menor al ochenta por ciento de dicho capital depositado; (iii) una prohibición de cotizar las acciones a centavo emitidas por la *blank check* hasta la fusión; y (iv) deberes periódicos de información de cara tanto a inversores como ante la SEC americana. Como documenta Heyman (2007), alrededor de dos mil setecientas firmas *blank check* entraron al mercado entre 1987 y 1990, pero tan solo quince ese último año. La eficacia disuasoria de las regulaciones sumada a los escándalos ligados a *GKN Securities Corporation*, y un entorno financiero favorable hacia las salidas a bolsa tradicionales durante la década de los 1990s, retrasó el desarrollo y proliferación de un nuevo tipo de *blank check companies* reformado. No sería hasta 2003 cuando, de la mano de EarlyBirdCapital y coincidiendo con el estallido de la burbuja de las “*dot.com*”, podemos encontrarnos la primera SPAC “moderna” tal y como hoy las conocemos.

Antes de profundizar en la vida y estructura de las actuales SPACs, hemos de mencionar cuáles son las diferencias fundamentales entre éstas y sus predecesoras *blank check companies*, y qué hace que no les sea de aplicación la regulación de estas últimas. Layne y Lenahan (2018) compila las diferencias clave: la idea es palmariamente la misma, no obstante, todas las SPACs modernas se aseguran de que en su acuerdo fundacional quede totalmente proscrito la emisión o cotización de acciones a centavo, es decir, por un valor inferior a cinco dólares por acción. De este modo, se aseguran de que las SPACs no puedan ser consideradas *blank check companies* a efectos de la Regla 419, consiguiendo que (i) las acciones de las SPACs puedan cotizar libremente antes de que se consume la fusión con la empresa privada; (ii) los *brókeres* e intermediarios no queden sujetos a una serie de requisitos cualificados con los que sí que han de cumplir los que operan con acciones a centavo; (iii) un plazo de tiempo de mayor extensión para materializar la fusión; y (iv) tienen la posibilidad de utilizar los intereses generados en la cuenta de depósito, hasta que esos fondos son empleados para adquirir la compañía privada, para sufragar los gastos corrientes de la vida de la SPAC.

CAPÍTULO II: ESTRUCTURA Y FUNCIONAMIENTO DEL PARADIGMA ESTADOUNIDENSE

1. LA CONSTITUCIÓN DE LA SPAC

La vida de la SPAC comienza oficialmente cuando se constituye en su carta fundacional como una sociedad, con todos los requisitos comunes que esto supone y donde, básicamente, van a quedar reflejados toda la regulación interna, funcionamiento y fines de la sociedad. Deberán reseñar aspectos relativos a la compañía objetivo que eventualmente quieren hacer pública, las aportaciones monetarias de los promotores fundadores y la porción de la propiedad de la empresa que recibirán cuando la SPAC empiece a cotizar, acuerdos y reglas de votación, acuerdos de bloqueo de venta de acciones, de separación de los socios, compromisos y obligaciones de los promotores, y tantos pactos como estimen convenientes.

Tras la constitución de la SPAC, el siguiente paso será emitir acciones a cotización en la bolsa. Primero, ha de registrarse ante la SEC a través del conocido como *Form S-1*, que se trata del documento común que todas las empresas que quieren salir a bolsa deben formalizar. En virtud del modelo publicado por la Comisión³ y de la Regla 17 CFR § 229.501 y ss., habrán de presentar la siguiente información básica esencial: un resumen de toda la información contenida en el prospecto, factores de riesgo, ratio de beneficios frente a gastos no corrientes, determinación del precio de salida a bolsa, dilución, conflictos de interés, acuerdos de suscripción, venta de acciones ya existentes, plan de distribución, descripción completa de las características de las acciones a emitir⁴ y del destino de los fondos, intereses de expertos y asesores, descripción del negocio, activos de la firma, procedimientos legales relevantes pendientes, cuentas financieras, directores, ejecutivos y su compensación, y ciertos informes de la dirección y contabilidad. Con la especialidad de que, para el caso de las SPACs, deberán indicar todas las peculiaridades propias de esta particular forma de salir a bolsa. Concretamente, habrán de explicitar cuál es el propósito de la vida de esta nueva persona jurídica (identificar y fusionarse con una compañía privada en un determinado plazo de tiempo), cuál es el ámbito o sector en el que prevén encontrar su objetivo (si es que tienen tal acotación), el plazo para consumir la operación, los

³ Obtenido el 25/05/2021 de <https://www.sec.gov/about/forms/sec870.pdf>.

⁴ 17 CFR § 229.202.

detalles del depósito de los fondos allegados y cómo se utilizarán en la operación de fusión, así como las consecuencias y proceso de liquidación en caso de no llegar a acometer la operación. Sin embargo, hay algo de lo que no pueden tratar o de ningún modo considerar, y ésto es cuál va a ser la compañía eventualmente objeto de adquisición. La SEC obliga a que en el *Form S-1* se recoja una cláusula como la insertada a continuación, confirmando que todavía no han identificado o considerado una compañía objetivo concreta antes de su salida a bolsa:

*We currently do not have any specific business combination under consideration. Our officers and directors have neither individually selected nor considered a target business nor have they had any substantive discussions regarding possible target businesses among themselves or with our underwriters or other advisors. (...) Additionally, we have not, nor has anyone on our behalf, taken any substantive measure, directly or indirectly, to identify or locate any suitable acquisition candidate for us, nor have we engaged or retained any agent or other representative to identify or locate any such acquisition candidate.*⁵

Ésto resulta especialmente relevante para aquellos casos en los que, entre los promotores de la SPAC, se encuentra un fondo de Capital de Riesgo. Muchas veces se ha identificado las inversiones en SPACs con aquéllas que llevan a cabo dichos fondos⁶; donde la diferencia fundamental radica en que, a diferencia de las inversiones en una SPAC, el Capital de Riesgo se encuentra casi exclusivamente restringido a inversores institucionales y grandes patrimonios por las magnitudes de inversión que se manejan. Evidentemente, si la actividad de un fondo de Capital de Riesgo se basa en identificar oportunidades de negocio en empresas tanto públicas como privadas, dichos gestores habrán encontrado y encontrarán numerosas de estas oportunidades que serán plenamente válidas tanto para sus empresas de Capital de Riesgo como para su SPAC como promotores que son. Además, puede que el fondo ya tenga un abanico de empresas que haya adquirido con el transcurso de los años y que estén esperando a sacar a bolsa o a encontrar un comprador con el que ver materializadas las ganancias de su inversión. He aquí un clarísimo caso de conflicto de intereses, donde el promotor tiene responsabilidades fiduciarias para con dos entidades que precisan de sus

⁵ Cláusula recogida en el *Form S-1* de la SPAC Anthropos Capital Corp.

⁶ Entre otros, Dimitrova (2017) expone claramente algunas de las similitudes entre ambos vehículos de inversión.

servicios. Pues bien, ya en el acuerdo inicial de la SPAC dejan explícitamente mencionadas todas estas circunstancias, especificando de este modo que⁷:

All of the members of our management team are employed by Apollo. Apollo is continuously made aware of potential business opportunities, one or more of which we may desire to pursue for a business combination; we have not, however, selected any specific business combination target and we have not, nor has anyone on our behalf, initiated any substantive discussions, directly or indirectly, with any business combination target.

Apollo, Apollo Funds, members of our management team and our independent directors will directly or indirectly own founder shares and/or private placement warrants following this offering and, accordingly, may have a conflict of interest in determining whether a particular target business is an appropriate business with which to effectuate our initial business combination

(...) if any of our officers or directors becomes aware of a business combination opportunity which is suitable for an entity to which he or she has then-current fiduciary or contractual obligations, he or she will honor his or her fiduciary or contractual obligations to present such opportunity to such other entity..

We are not prohibited from pursuing an initial business combination with a company that is affiliated with Apollo, our sponsor, officers or directors. In the event we seek to complete our initial business combination with a company that is affiliated with Apollo, our sponsor, officers or directors, we, or a committee of independent directors, will obtain an opinion from an independent investment banking firm which is a member of FINRA or an independent accounting firm that our initial business combination is fair to our company from a financial point of view.

2. LA SALIDA A BOLSA DE LA SPAC

Entonces, llega el esperado día de la Oferta Pública de Venta de las acciones. Una de las particularidades de las SPACs frente al resto es que, en vez de emitir simples y llanas acciones, lo que emiten son unidades. Estas unidades son instrumentos

⁷ Se trata del *Form S-1* de, Spartan Acquisition Corp. III, una de las SPACs del gigante Apollo Global Management, una de las firmas de capital privado más grandes del mundo por volumen de transacciones e inversiones.

financieros que están compuestos por un número determinado de acciones ordinarias y un número de derechos de opción de compra. Como comentábamos en el apartado anterior, nunca se van a emitir acciones por debajo del límite de los cinco dólares por acción, y es práctica común en el mercado que se listen a un precio de diez dólares. Por otro lado, las opciones (o *warrants*) dan derecho al accionista a comprar una fracción de acción (normalmente un cuarto, un tercio o la mitad del valor de una acción) a un precio prefijado- usualmente doce dólares y medio por acción- a partir de determinada fecha futura, una vez consumada la operación. En el día de la Oferta, los tres instrumentos- las unidades, las acciones ordinarias y los *warrants*- empiezan a cotizar por separado⁸, aunque evidentemente sus precios experimentan las mismas vicisitudes.

El capital conseguido en la Oferta Pública será depositado en una cuenta de depósitos en garantía, que debe estar asegurada por una institución aseguradora de depósitos hasta que, o bien se utilicen los fondos para adquirir la compañía objetivo, o bien se devuelva el dinero a los socios de no consumarse aquella. Todos estos acuerdos deberán figurar en el *Form S-1*, además de las limitaciones relativas a los instrumentos en los cuales se van a invertir esos fondos (generalmente bonos y obligaciones del Tesoro americano sin riesgo) y la posibilidad de utilizar los rendimientos generados por esos bonos para sufragar ciertos costes derivados del funcionamiento de la SPAC.

Los resultados del estudio de Shachmurove y Vulcanovic (2017) muestran que entre 2003 y 2016 el monto total emitido por las SPACs ha sido de ciento treinta y cinco millones de dólares de media en cada Oferta Pública, emitiendo más de quince millones de unidades de media en cada una de ellas.

Resulta muy interesante el planteamiento que hacen Mitchel y Pluvino (2012) sobre cómo utilizan estratégicamente algunos fondos de cobertura (o *hedge funds*) las inversiones en las SPACs. Al fin y al cabo, al invertir en la salida a bolsa de una SPAC están, por un lado, invirtiendo en bonos sin riesgo que generan un interés y, por el otro, recibes una opción a compra. Se trata de una inversión libre de riesgo garantizada por un derecho de separación, del que hablaremos más adelante, y potencial de generar

⁸ La SPAC Osprey Technology Acquisition Corp tiene estos tres instrumentos- SFTW.U, SFTW y SFTW.WS, para las unidades, acciones y *warrants*, respectivamente- cotizando en el NYSE.

grandes retornos si la operación de compra de la empresa objetivo resulta bienvenida por el mercado, a través de los *warrants* que también se adquieren con las unidades.

Tras este evento, los promotores y el equipo directivo tendrán la ardua tarea de identificar una compañía privada que desee salir a bolsa y principalmente que pueda generar retornos positivos a los inversores en la SPAC. Unos inversores que, si no venden sus acciones o ejercen el derecho de separación y la operación es eventualmente aprobada, se convertirán en accionistas de la sociedad ahora privada fusionada con la SPAC.

Es práctica generalizada en esta industria que se les conceda a los promotores un período máximo de dos años para llevar a cabo dicha operación. No obstante, se podrían recoger otros plazos de tiempo en el acuerdo inicial con los accionistas, por ejemplo desde 12, 18 o 21 meses hasta tres años. Muchos de estos acuerdos también incluyen cláusulas que determinan que, llegado el final del mencionado plazo sin haberse concluido la operación, se firmara un *agreement or letter of intent*, o el promotor realizara una inyección de capital adicional en la cuenta de depósito, podría extenderse el plazo⁹. Adicionalmente, en el clausulado de las SPACs suele imponerse una extensión máxima de seis meses para aquellos casos en los que, habiéndose anunciado la fusión o adquisición, no se haya producido todavía la votación por tener que cumplirse ciertos plazos legales y ya se alcance el plazo (generalmente de dos años) final, como tiempo de gracia para que efectivamente se lleve a cabo la Junta y votación.

3. LA FUSIÓN CON LA COMPAÑÍA OBJETIVO IDENTIFICADA

La operación debe comunicarse a la SEC mediante el formulario *Form 8-K* (también conocido como “*Super 8-K*” en la jerga de las SPACs). Este formulario debe ser registrado por toda compañía generalmente para anunciar eventos importantes de los que deban conocer sus accionistas, como puede ser una situación de concurso, el cese del Director o una fusión¹⁰. Entre toda la información que aquí deben recoger, mucha de ella duplicada respecto de la que ya se facilitó en el *Form S-1*, deberán incluirse las

⁹ En un *Form 8-K* de la SPAC Forum Merger II Corp., de junio de 2020, se documenta la extensión del plazo para consumar la operación acordado por los socios en una Junta Especial de accionistas.

¹⁰ Para un listado de todos estos eventos ver <https://www.sec.gov/fast-answers/answersform8khtml.html> (obtenido el 07/04/2021).

Y para ver el Formulario *Form 8-K* que han de rellenar: <https://www.sec.gov/files/form8-k.pdf> (obtenido el 07/04/2021).

cuentas financieras de la compañía privada objetivo de los tres años anteriores a la operación, auditadas conforme a las reglas PCAOB.

A partir de ahora, todos los esfuerzos de los promotores irán dirigidos hacia convencer y obtener el voto favorable de los accionistas para llevar efectivamente a cabo la fusión con la firma objetivo privada. En las primeras SPACs, quedaba establecido que el voto en contra de los accionistas reunidos en la Junta representando, normalmente, un veinte por ciento del capital bastarían para desaprobado la operación. Devolviendo a los accionistas *a pro rata* todos los fondos depositados en la cuenta de garantía. Shachmurove y Vulcanovic (2017) documenta cómo, ante la evidencia y gran dificultad por terminar de cerrar las adquisiciones, decidió elevarse ese porcentaje de socios discordantes hasta el treinta e incluso cuarenta por ciento, hasta finalmente omitirlo de los acuerdos con los accionistas. Sin olvidar una cláusula residual que impediría proseguir la operación si el monto del capital representado por los socios que no abandonasen el barco de la SPAC cayese por debajo de los cinco millones de dólares (recordemos, para evitar la aplicación de la regulación sobre compañías con acciones a centavo). Mencionar asimismo que la Junta de accionistas y respectiva votación deberán seguir toda la regulación societaria referente a cuestiones de información y publicidad de aquéllas.

También hemos de mencionar que lo más común es que la SPAC lleve a cabo una **fusión** con la compañía privada identificada. De tal forma que, tanto los socios iniciales y los inversores privados posteriores, como los promotores reciban participaciones en la sociedad resultante de la fusión. No hace falta señalar que si en el acuerdo inicial de la SPAC se hacía expresa referencia al mercado, industria, naturaleza y/o tamaño de la compañía que se iba a tratar de identificar, los promotores habrán de asegurarse de que el objetivo final y la propuesta de fusión sean coherentes con aquél. Si se pretendiese finalmente la fusión con una compañía que quedase fuera de dicho umbral, se requeriría consecuente acuerdo de los socios, con posibilidad de separación- al igual que con cualquier modificación del acuerdo inicial con los socios.

Merece la pena recordar que la amplia mayoría de las SPACs incluyen una cláusula que indica que la operación solo se podrá llevar a cabo siempre y cuando la compañía objetivo tenga un valor de mercado superior al 80% de todos los fondos mantenidos en la cuenta de depósito en garantía (excluyendo las comisiones de los bancos de

inversión diferidas), como fórmula protectora de los intereses de los accionistas de la SPAC. Asimismo, para evitar quedar amparados bajo el *Investment Company Act of 1940* pasando a ser consideradas como “empresa de inversión”, dejan proscrita también en sus estatutos la posibilidad de adquirir una participación en la compañía objetivo por debajo del cincuenta por ciento o sin adquirir un *controlling interest*¹¹.

3.1. Derecho de separación de los socios

Además de la operación de fusión o adquisición presentada a los accionistas, se les ofrecerá la opción de separarse si no creyeran que dicha transacción les fuera a reportar beneficios. De tal forma que, si las acciones de la SPAC estuvieran cotizando en el mercado a un precio inferior por el que fueron emitidas en su OPV (generalmente diez dólares), los accionistas que estuvieran en contra de la operación podrán redimir sus acciones. Evidentemente, si las acciones estuvieran cotizando por encima del precio de salida los inversores podrían acudir a la Bolsa para ver realizados mayores retornos a su capital. Existe cierta discusión acerca de si el derecho de separación y la oferta a los accionistas para rescatar sus acciones debe hacerse a aquéllos que manifiestamente votan en contra del acuerdo o, por el contrario, debe ofrecerse a todos los socios. No obstante, es común que en el acuerdo de la SPAC se prevea que esta oferta haya de hacerse a todos los accionistas de la SPAC. La oferta se hará por el importe prorrateado de los fondos que haya invertidos bajo custodia en la cuenta de depósito, es decir, todo el capital recaudado en la Oferta Pública inicial, sustrayendo todos los gastos por comisiones de los bancos de inversión que lideraron todas estas operaciones y los gastos operativos de la vida de la SPAC, y agregando los retornos generados por los bonos del Tesoro adquiridos con aquel capital. Sin embargo, los accionistas salientes van a poder conservar los *warrants* y opciones de compra que recibieron al invertir en la salida a bolsa de la SPAC. Misma operación que se llevaría a cabo en el hipotético caso de que la SPAC no lograra identificar un objetivo con el que fusionarse y tuviera que proceder a la liquidación, devolviendo todo el dinero de aquella cuenta a sus accionistas. La diferencia sería que esos derechos de opción de compra para un futuro quedarían evidentemente sin ningún valor.

¹¹ Como recoge la SPAC Supernova Partners Acquisition Co III, Ltd. en su *Form S-1*.

Como podemos apreciar en este ejemplo¹², en el acuerdo inicial de la SPAC suele quedar recogido que los promotores, como accionistas que son asimismo de la SPAC, renuncian a sus derechos de separación bien ante las ofertas públicas de redención de acciones que se hiciesen con motivo del anuncio de fusión, bien cuando se convoque Junta de socios para alargar el período de vida de la SPAC para encontrar a su objetivo, o bien con motivo de la liquidación si no lograsen consumar la operación; respecto a las “acciones de fundador” que poseyeran (aunque no aplicaría a las acciones que hubiesen adquirido en los mercados públicos).

Como analizaremos más tarde, y lo que parece aparentemente contrario al actual auge de las SPACs, la historia nos demuestra que los retornos que obtienen los accionistas, que aprobaron la fusión con la compañía privada de la que ahora son propietarios, son la amplia mayoría de veces negativos. Por consiguiente, podemos decir que la proporción de socios que se separa ante el anuncio de la operación es normalmente bastante elevada: bien porque piensan que la creación de valor para los accionistas no es suficiente, bien porque infravaloran la valoración, el precio de compra de la compañía adquirida o el tipo de canje, bien porque no crean que sea un objetivo atractivo, o bien porque tengan en mente el desempeño de otras inversiones de SPAC en el pasado, como he mencionado. Del reciente estudio de Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) de las últimas SPACs que han salido al mercado¹³, podemos ver cómo, en un cuarto de ellas, más del noventa y cinco por ciento de los socios ejercieron sus derechos de separación, siendo la mediana y media del porcentaje de accionistas que rescataron sus acciones un setenta y tres, y cincuenta y ocho por ciento, respectivamente.

3.2. Private Investments in Public Equity

Como resultado, nos encontramos ante una coyuntura en que una sociedad casi descapitalizada debe hacer frente a una pronta operación acordada. Por lo que la única forma en la que la SPAC va a poder consumarla efectivamente va a ser buscando nueva inversión del exterior, con el fin de reemplazar el capital de los socios salientes. La dirección de la SPAC, ante esta situación, puede optar por cualquier fórmula para obtener dicha financiación- siempre que no esté proscrita en sus estatutos. Podrán incluso aportar los promotores mismos el dinero restante; sin embargo, el mecanismo

¹² El *Form S-1* de la SPAC Peridot Acquisition Corp. II.

¹³ Conjunto de todas las SPACs que se han fusionado entre enero de 2019 y junio de 2020.

más común para allegar fondos es por medio de una *Private Investment in Public Equity* (“PIPE”). Se trata de un instrumento generalmente utilizado por una compañía emisora de acciones que, para obtener financiación, vende sus propias acciones directamente a un inversor por debajo del precio de cotización. Estas acciones, que puede poseer la compañía en autocartera o emitir nuevas con este específico fin- no se ponen a la venta en el mercado público. Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) critican la creencia generalizada de que la *ratio* de fondos obtenidos a través de PIPEs con respecto a lo allegado en la Oferta Pública se dice está entre el 2:1 y el 3:1; no obstante, en estos dos últimos años analizados tan solo un cuatro por ciento de las SPACs que se fusionaron recibieron infusiones de capital por vía PIPE de tal envergadura. Estos profesores de la Stanford y New York University Schools of Law comprobaron que la mediana de las contribuciones que realizan inversores públicos se encuentra en torno al sesenta y cuatro por ciento, mientras que la mediana de lo que se aporta a través de las PIPEs es un veinticinco por ciento, siendo los promotores el origen del capital restante.

Volveremos sobre este asunto más adelante como uno de los principales inconvenientes de las inversiones en SPACs, pero los promotores tienen enormes incentivos económicos para ver materializada la fusión de la SPAC. Es por ello, que intentarán cerrar la transacción por cualquier medio que esté en sus manos, no siempre en el mejor interés de los accionistas de la SPAC. Es frecuente que acudan a las mencionadas PIPEs, aporten ellos mismos fondos, o, incluso, que lleguen a acuerdos laterales de contenido económico con accionistas, o inversores externos, quienes se comprometen a no rescatar sus acciones¹⁴.

Dichos Profesores ven en las PIPEs algo positivo por cuanto suponen una forma de transmitir información sobre la operación propuesta y la compañía objetivo a los inversores públicos. Los inversores que compran acciones en estas colocaciones privadas, argumentan, son capaces de analizar pormenorizadamente y con mayor lujo de detalle la propuesta de fusión que los accionistas que generalmente invierten en Ofertas Públicas; pues pueden revisar información confidencial que no está disponible

¹⁴ Un ejemplo es el *proxy statement 14A*, de 27 de noviembre de 2019, por el que a la vez que la SPAC Healthcare Acquisition Corp. llama a sus socios para se reúnan en Junta Especial de Accionistas y voten sobre una pretendida fusión, queda recogido un acuerdo con accionistas existentes para que voten a favor de la operación y no rediman o vendan sus acciones; además de un acuerdo con terceros inversores para comprar un total de más de dos millones de acciones con esos mismos compromisos.

para los inversores que lo hacen en el mercado público. Asimismo, comentar que estos inversores posteriores privados suelen beneficiarse de un descuento con respecto del precio al que las acciones fueron emitidas en la Oferta inicial- o recibir ciertos derechos o ventajas como *warrants*-, como compensación por el compromiso que hacen, por los gastos que incurren investigando el objetivo, o simplemente reflejando cómo de menos atractiva resulta la inversión ya conocida.

4. LA LIQUIDACIÓN DE LA SPAC

Por último, volver a remarcar que, en el hipotético caso de que los promotores no llegaran a identificar un objetivo adecuado con el que fusionarse en el plazo establecido, se procederá a la liquidación de la SPAC¹⁵: (i) cesarán todas las operaciones; (ii) tan pronto como sea razonable (en este ejemplo, en no más tarde de diez días) procederán a devolver todo el dinero depositado en la cuenta de garantía a los socios a prorrata; (iii) todos los derechos de separación y opciones de compra de acciones se extinguirán; (iv) como también se extinguirán las “acciones de fundador”, comisiones y derechos de carácter económico por completar efectivamente la inversión y derechos de liquidación que les correspondían; y, por último, (v) la SPAC se disolverá y extinguirá.

¹⁵ A modo de ejemplo, el *Form S-1* de la SPAC StoneBridge Acquisition Corporation.

CAPÍTULO III: VENTAJAS DE LAS SPACS FRENTE AL MODELO TRADICIONAL

1. COSTES DE SALIR A BOLSA

Una de las principales razones por las cuales las SPACs están tan en auge es por la mayor facilidad, rapidez y seguridad que ofrecen para que una compañía privada acceda al mercado de capitales. Por todos es sabido que el proceso para completar una Oferta Pública inicial tradicional puede llevar varios años, desde que comienza la elección de los bancos de inversión que van a liderar el proceso, pasando por todas las fases de valoración de la compañía, *due diligences*, papeleo y cumplimiento de todos los requisitos legales, hasta terminar por el *roadshow* con el que vender la Oferta a diferentes y grandes inversores institucionales e inversores cualificados; para que al final de tan arduo y largo proceso, todo el trabajo realizado se pueda torcer justo antes de salir finalmente a bolsa¹⁶.

Por esta razón, servirse de una SPAC para llegar al mercado de capitales parece muy atractivo, más aún en aquellos casos en los que, o bien pretenden ahorrarse ese incierto, dilatado, complejo y muy costoso proceso, o bien se trata de sociedades que se encuentran en situaciones complejas, que resulten difíciles de valorar, que se encuentren en mercados muy nuevos con falta de firmas similares comparables, o que simplemente no pueden permitirse el elevado coste de una salida a bolsa tradicional.

Asimismo, las Ofertas Públicas dependen en gran medida de las condiciones y volatilidad del mercado y de los ciclos económicos. Así, en épocas de recesión el número de salidas a bolsa tradicionalmente se contrae, mientras que en ciclos económicos expansivos podemos ver cómo las empresas salen a bolsa en mayor medida¹⁷. De esta forma, como dicen Kolb y Tykvová (2016), las fusiones de SPACs son menos vulnerables a las condiciones del mercado que las Ofertas Públicas tradicionales porque las SPACs ya disponen de liquidez de antemano en el momento

¹⁶ Como sucedió con la *IPO* de *Ant Group*, la que iba a ser la más grande de todos los tiempos allegando 37 mil millones de dólares, que el Gobierno chino truncó tan solo unos días antes de su lanzamiento (Ruehl, Riordan y Kinder, 2021). O como en el caso de *WeWork*, donde su *IPO* se desmoronó en cuestión de una semana cuando ésta ya contaba incluso con fecha (Platt y Edgecliffe-Johnson, 2020).

¹⁷ Número anual de salidas a bolsa en Estados Unidos, que podemos ver está altamente correlacionado con el desempeño de la Bolsa de Valores: <https://www.statista.com/statistics/270290/number-of-ipo-in-the-us-since-1999/#:~:text=2020%20was%20quite%20a%20year,as%20in%20the%20previous%20year> (obtenido el 06/03/2021).

de la operación. Por lo tanto, en entornos de mercado turbulentos, las empresas pueden incrementar sus posibilidades de salir al público buscando una SPAC apropiada en vez de llevar a cabo una Oferta Pública ella misma.

Esos mismos autores piensan que la alternativa de la ruta SPAC puede ser preferible en los casos en que (i) una sociedad tenga niveles elevados de deuda, pues los inversores pueden encontrar que las Ofertas Públicas de sociedades ya demasiado apalancadas se encuentran por encima de sus niveles de riesgo; y (ii) no se trate de una firma de gran tamaño, ya que pueden toparse con dificultades para encontrar un banco de inversión de calidad que dirija todo el proceso de la Oferta (factor que incrementa considerablemente las posibilidades de una salida a bolsa exitosa), además de los prohibitivos costes fijos directos asociados¹⁸. La contrapartida, por otro lado, es que esta misma vía puede ser male empleada por las empresas como “puerta de atrás” para acceder a los mercados. Los mencionados autores reseñan que efectivamente es una vía alternativa, pero que no suele atraer a sociedades rentables y prestigiosas, sino por el contrario a lo que califican como “ranas”, algo con lo que también coinciden Datar, Emm y Ince (2012). Empresas con rentabilidad económica y ratios precio-valor contable negativos, menor calidad y bajas expectativas de crecimiento, que, bajo dicha analogía, puede que se conviertan en “príncipe” cuando las “besa” el promotor de una SPAC, pero que, con el paso del tiempo y como explicaremos más adelante, siguen siendo “ranas” al fin y al cabo. Como dice Alvarez (2020), una SPAC puede ser la única alternativa viable para la compañía para salir a bolsa. *If you needed to go public through a reverse merger with an already existing shell company, then you probably weren't healthy enough to do a more traditional IPO*, publica la CNN¹⁹.

Como mencionábamos, esta alternativa puede resultar una forma más barata para salir a bolsa. En primer lugar, por las menores comisiones cargadas por los bancos de inversión. Su labor, y consecuente comisión, se concentra en dos episodios principalmente: liderar la salida a bolsa de la SPAC y cerrar la operación de fusión entre ésta y la compañía privada objetivo. Como expondremos en el siguiente apartado, sendas operaciones no son tan intensivas y no requieren el esfuerzo para los bancos

¹⁸ En su trabajo, Kolb y Tykvová (2016) estudian y concluyen que las probabilidades de una salida a bolsa exitosa por una sociedad con esas características incrementan estadística y significativamente si optan por la vía SPAC.

¹⁹ Why 2020 (2020).

que un proceso normal de salida a bolsa conlleva. Primero, porque inicialmente sacan a bolsa un monto de dinero- en vez de un negocio vivo-; y, segundo, porque no tienen tantas obligaciones escrupulosas de valoración y responsabilidades cuando negocian la eventual fusión que cuando deben informar con impecable diligencia al mercado de una sociedad que va a acudir al mercado de capitales por la vía tradicional.

En segundo lugar, como mencionábamos, la comisión de los bancos de inversión también se va a dividir en dos, difiriéndose y condicionándose la segunda a que la SPAC efectivamente identifique un objetivo apto y se consume eventualmente dicha operación:

The underwriters have agreed to waive their rights to their deferred underwriting commission held in the trust account in the event we do not complete our initial business combination within 24 months from the closing of this offering and, in such event, such amounts will be included with the funds held in the trust account that will be available to fund the redemption of our public shares.

Además, se suele establecer que *the underwriters will not be entitled to any interest accrued on the deferred underwriting discounts and commissions*²⁰.

Por último, relacionado con la actividad de los bancos de inversión toda desventaja de las Ofertas Públicas que las SPACs logren eludir va a convertirse en un importante punto a favor. Y es por todos conocido, y por muchos criticado, que los bancos no siempre actúan con la mejor de las intenciones y a veces no velan por el mejor interés de su cliente. Nos estamos refiriendo a la infravaloración de las empresas y acciones que ayudan a sacar a bolsa, en favor de otros clientes suyos más antiguos, más leales o simplemente más rentables. Como bien lo explican Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020), el “*IPO pop*” es el incremento de valor que suelen experimentar las acciones al final del día en que empiezan a cotizar con respecto al importe por el cual salieron a bolsa esa misma mañana. Representa un capital que los bancos han dejado “sobre la mesa”, pues podrían haber emitido las acciones al precio al que cierra la sesión y haber obtenido directamente mucho más capital para su cliente que se estrena en bolsa²¹. Se

²⁰ Hemos escogido como ejemplo lo dispuesto en el *Form S-1* de la SPAC Magnum Opus Acquisition Ltd.

²¹ Según Ritter (2020), entre un 40 y un 50% de retorno obtuvieron los inversores en el primer día de cotización de media en todas las salidas a bolsa que se produjeron en Estados Unidos en 2020; rondando la media histórica el 20% de subida ese primer día.

dice que lo hacen para beneficiar a sus (otros) clientes cuando les venden las acciones de la empresa que va a salir a bolsa en la promoción que hacen durante su *roadshow*. Pues bien, en una Oferta Pública tradicional, podemos considerar éste como otro coste añadido a los demás presentes en su salida, por la valoración que (deliberadamente) han recibido de los bancos y que el mercado reconoce el primer día elevando su valor de cotización; un coste que las SPACs no experimentan.

2. EL EQUIPO DE DIRECCIÓN

Los datos e historia de las SPACs nos han demostrado que existe una alta correlación entre el desempeño de la SPAC- tanto en el retorno para sus inversores como en la magnitud de redención de acciones- y el perfil y experiencia de los promotores fundadores encargados de identificar la compañía objetivo de fusión²². Como bien dice D’Alvia (2019), frente a una potencial inversión sin ningún documento o dato financiero que la respalde, el equipo directivo se va a convertir en el único activo valioso y a tener en cuenta por el inversor en el momento de invertir. De ahí que las competencias y la larga experiencia de la dirección sean vitales, dice, y representen un factor clave en el éxito o fracaso de la SPAC, tanto en términos de protección de los accionistas como en la consumación exitosa de la operación de fusión. En cuanto a redenciones, cotización de las acciones y valoración de la compañía, habilidades de identificación, éxito futuro de la firma eventualmente sacada a bolsa, negociación de PIPEs en condiciones más ventajosas, atracción de inversores institucionales (generalmente más adversos al riesgo) la literatura que ha realizado estudios masivos sobre el desempeño y vida de las SPACs en los diferentes períodos es *cuasi* unánime. A modo de ejemplo, Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) concluyen que, durante los dos últimos años, las acciones de las SPACs con promotores de alta calidad han obtenido retornos medios de más del treinta por ciento, veinticinco puntos porcentuales por encima del índice de Ofertas Públicas tradicionales; mientras que aquéllas cuyos fundadores no se pueden calificar de “alta calidad” han devuelto pérdidas entorno al

²² Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) realizan un estudio relacionando la magnitud de las redenciones de los socios, los retornos obtenidos por éstos tras la fusión y la calidad/experiencia/credibilidad de los promotores, pudiendo apreciar una alta correlación entre estas variables en el sentido que indicábamos, durante el período analizado. Definiendo promotores de “alta calidad” como aquéllos que están asociados a un fondo con activos bajo gestión de mil millones de dólares o más, que hayan sido además Consejero Delegado o Presidente de alguna sociedad parte de la lista de *Fortune 500 companies*.

cuarenta por ciento. Kim (2009), analizando las SPACs del período desde 2003 hasta 2008 llega a las mismas conclusiones.

3. VENTAJAS REGULATORIAS DE LAS SPACS

Para concluir con este apartado de ventajas, vamos a tratar de explicar por qué las SPACs resultan más atractivas desde el punto de vista regulatorio estadounidense. Para ello, nos serviremos de la exposición y argumentación novedosamente presentada por Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020). Uno de los primeros elementos que merece la pena mencionar es que algunas de estas ventajas legales traen como causa el hecho de que una compañía sale a bolsa a consecuencia de una fusión y, aunque evidentemente les serán de aplicación ciertas cautelas diseñadas para las Ofertas Públicas, se registrarán principalmente por la normativa de operaciones *inter* sociedades.

La primera de ellas tiene que ver con cuánta y qué tipo de información la SEC americana permite hacer llegar al público. La SEC fomenta que las sociedades cotizadas hagan llegar al público cuanta información posean sobre una operación, actividad o negocio que hayan cerrado, de tal forma que sus accionistas y cotización en bolsa reaccionen consecuentemente en función de cuánto de mejor o peor auguren el futuro de la empresa, teniendo en cuenta la nueva realidad de la compañía. De ahí, que se incentive que las empresas publiquen regularmente información sobre sus resultados y proyecciones de desempeño. En nuestro caso, cuando anuncia que ha identificado un objetivo con el que fusionarse, la *safe harbor for forward-looking statements*²³ exime de responsabilidad a la SPAC por publicar expectativas y proyecciones futuras resultantes de la operación, aunque eventualmente no resulten ser acertadas, siempre que se identifiquen *important factors that could cause actual results to differ materially from those in the forward-looking statement* y *was [not] made with actual knowledge by that person that the statement was false or misleading* (se trata de una excepción que no resulta de aplicación ni a las compañías *blank-check* con acciones a centavo, ni a las Ofertas Públicas tradicionales).

La segunda tiene que ver con la responsabilidad derivada de errores y omisiones de información transmitida al público en la salida a bolsa. Uno de los puntos que apuntábamos en contra del modelo tradicional es el excesivo tiempo y coste que conllevan para completar el proceso. Pues bien, una de las primeras causas de esto es

²³ 15 U.S. Code § 78u-5.

la enorme *due diligence* que llevan a cabo los bancos de inversión y asesores financieros para preparar toda la documentación, valoración y opinión necesaria; con el principal objetivo de poder defender una potencial causa por desinformación frente los inversores. Como apuntan Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020), con datos extraídos de la *Stanford Securities Litigation Analytics database*²⁴, en aproximadamente un quince por ciento de salidas a bolsa tradicionales los accionistas han demandado a sus responsables por motivos ligados a la falta o imprecisión de información²⁵. Motivo por el cual los bancos de inversión están cada vez más interesados en sacar SPACs a bolsa: primero, porque no requieren de tan pormenorizada diligencia pues simplemente están congregando una suma de capital- sin un negocio por detrás- y, segundo, pues eventualmente sacarán a bolsa a través de una fusión una compañía que, de otro modo, probablemente no lo hubiera conseguido o simplemente los bancos no hubiesen querido liderar ese proceso; sumado a que ahora pueden vender mejor su historia a potenciales inversores utilizando proyecciones y expectativas a futuro.

²⁴ <https://sla.law.stanford.edu/> (obtenido el 08/04/2021).

²⁵ Toda esta regulación se encuentra en 15 *U.S. Code* § 77k y 77l.

CAPÍTULO IV: ASPECTOS NEGATIVOS Y CRÍTICAS. PUNTOS A MEJORAR

1. RENTABILIDAD PARA EL ACCIONISTA

Como apuntábamos en el apartado anterior, el hecho de que las empresas que optan por la vía SPAC para salir a bolsa no sean generalmente las estrellas, las más atractivas o sanas, de su industria hace que *cuasi* por regla general los retornos obtenidos por los inversores a medio y largo plazo dejen bastante que desear.

Quitando contados casos de éxito populares, como por ejemplo Burger King, DraftKings o Simply Good Foods, el histórico de la Bolsa de Valores nos muestra cómo el desempeño de la eventual combinación de sociedades se encuentra bastante por debajo de la media del mercado. Quizá sean aquéllos las excepciones que confirman la regla.

Además, parece que se ha convertido en una característica de las SPACs que permanece impasible al paso del tiempo, pues indistintamente del período de tiempo en que pongamos nuestro foco, las pérdidas bursátiles de las SPACs una vez consumada la operación se van a convertir en la norma.

Jog y Sun (2007), analizando las SPACs operativas durante el período de 2003 a 2006 son de los primeros en llegar a esta conclusión. Jenkinson y Sousa (2011), extendiendo el período de análisis hasta 2009, obtienen unos resultados desesperanzadores para las SPACs: de media, las pérdidas a seis y a doce meses tras la fusión ascienden a un cuarto y a más de la mitad de la inversión, respectivamente. Finalmente, en los últimos dos años, Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) nos demuestran cómo, a los tres meses desde la fusión, los inversores que hubieran comprado la SPAC a su salida a diez dólares por acción hubieran perdido de media un tres por ciento de su inversión, un doce cuando hubiese llevado seis meses cotizando, y un treinta y cinco por ciento en el primer año.

2. CONFLICTO DE INTERESES

Otro de los elementos menos atractivos de este nuevo instrumento financiero forma parte de su estructura más básica. Según la forma en que están contruidos, los promotores hacen una inversión de en torno a veinticinco mil dólares para empezar a constituir la SPAC, que serán los primeros activos de la compañía, y tras su salida a bolsa se quedarán con un veinte por ciento de las acciones de ésta, lo que se conoce

como “acciones de fundador”²⁶. Pues bien, la forma en la que está configurada la SPAC genera un inmenso conflicto de interés por parte de los promotores, cuyo interés puede llegar a divergir del de los socios de la SPAC en gran medida. Como bien lo relata Dimitrova (2017), las SPACs tienen un plazo de tiempo de dos años desde que salen a bolsa para adquirir otra compañía y, si no lo consiguieren, deberán liquidarse y devolver todo el dinero a sus inversores. Sabiendo que tienen un período de tiempo limitado y que, a diferencia de los accionistas, si llega el término de dicho plazo perderán toda la inversión que han realizado²⁷, en muchas ocasiones tratarán de forzar, encontrar y presentar una operación por todos los medios (así como PIPEs laterales que aseguren su ejecución ante el usual y considerable ejercicio de los derechos de separación, como mencionábamos anteriormente) a los accionistas. Muchas de estas veces, la mayoría como nos demuestra los retornos negativos que suelen reportar las SPACs tras fusionarse, se tratará de una operación perjudicial para los intereses de los accionistas, incapaz de reportarles un mayor valor a sus acciones. De las setenta y tres SPACs que analiza entre 2003 y 2010, Dimitrova (2017) encuentra que en más de la mitad de su muestra los promotores acuden al mercado público a comprar más acciones, provenientes principalmente de socios opuestos a la operación presentada, con el fin de que llegue a aprobarse y consumarse la fusión.

²⁶ Ante este dato conviene tener presente que, como apuntamos anteriormente, la cantidad que las SPACs allegan en su salida a bolsa asciende a ciento treinta y cinco millones de dólares de media (Shachmurove y Vulcanovic, 2017).

²⁷ Pues recordemos, en el acuerdo los promotores renuncian a sus derechos en una hipotética e indeseada liquidación.

CAPÍTULO V: IMPORTACIÓN DEL MODELO A ESPAÑA. CABIDA BAJO EL MARCO JURÍDICO ESPAÑOL

1. PLANO JURÍDICO INTERNACIONAL

No partimos tan solo de una escasa literatura académica que trate y estudie este tipo de inversión tan de moda a día de hoy, sino que el marco legislativo también se hace eco de ese vacío. Sin embargo, y como bien refleja D'Alvia (2019), que las SPACs sean entes sin ley no significa que queden fuera de la Ley. La falta de positivización o codificación bajo un determinado sistema legal o bolsa de valores no lo iguala a una falta de regulación *tout court*. Teniendo muy presente, además, que este instrumento sigue un fuerte componente auto-regulatorio, donde el acuerdo inicial con los socios juega un papel principal a la hora de dilucidar cuáles son los derechos y obligaciones de todas las partes, amén de los distintos procedimientos.

En el plano internacional, son pocos los ordenamientos jurídicos que específicamente han legislado al respecto; aunque parece que se están poniendo al día ante su creciente popularidad y su llegada al continente europeo.

Estados Unidos se encuentra a la cabeza en el plano regulatorio: tanto desde un punto de vista federal, con la regulación de la SEC al respecto, como por agentes privados, desde las bolsas de la NASDAQ y la NYSE. Y es principalmente gracias a los distintos requerimientos bursátiles que han establecido estas últimas, con el objetivo de regular la admisión de los valores de las SPACs a negociación, que se ha implementado y desarrollado un marco legislativo riguroso y atractivo en el país norteamericano.

Tan solo existen dos jurisdicciones en el mundo que definen legalmente qué es una SPAC. Una de ellas es la Bolsa Surcoreana, que las define como *a corporation, the sole business purpose of which is to merge with another corporation and issue stock certificates through a public offering*²⁸. La otra, la Comisión de Valores de Malasia, que se refiere a ellas como *a corporation which has no operations or income generating business at the point of initial public offering and has yet to complete a qualifying acquisition with the proceeds of such offering*²⁹. No obstante, en una Nota Técnica, la *Financial Conduct Authority* (2018) británica sí que se refiere a las SPACs

²⁸ Art. 6.4.14 del *Enforcement Decree of the Financial Investment Services and Capital Markets Act*.

²⁹ En el apartado de Definiciones e Interpretación del *Chapter 2* de la Parte Primera de los *Equity Guidelines*.

como a new company incorporated to identify and acquire a suitable business opportunity or opportunities. It may also be referred to as a 'search fund'.

Como bien resalta D'Alvia (2019), ni siquiera la Unión Europea contempla este nuevo vehículo de inversión en el desarrollo de su Directiva 2011/61/EU, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (también conocidos como AIFMD), como uno de los fondos de inversión alternativa del amplio abanico que considera. Frente a ella, la Autoridad Europea de Valores y Mercados elevó una consulta³⁰, que no ha obtenido resultados a día de hoy.

La protección de los derechos del inversor ha de ser el engranaje y pilar cardinal sobre el que gire toda la regulación. Hemos de partir sobre la base de que éstos, a la hora de invertir en una SPAC, no reciben ningún balance, cuenta o datos financieros de modo que puedan evaluar los riesgos de inversión³¹; así también lo dejan claro los estatutos de la SPAC bajo su apartado Riesgos:

We are a newly incorporated company that has conducted no operations and has generated no revenues. Until we complete our initial business combination, we will have no operations and will generate no operating revenues. In making your decision whether to invest in our securities, you should take into account not only the background of our management team, but also the special risks we face as a blank check company³².

Recientemente, se ha publicado un Informe de renovación de los procesos de salida a la bolsa londinense³³, elaborado por Lord Jonathan Hill, miembro de la Cámara de los Comunes, del que fue Líder, y ex Comisario europeo de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capital; en el afán de Reino Unido de sumarse al carro de las SPACs, prácticamente monopolizado por las bolsas estadounidenses en la actualidad. En este Informe, se insta a la Financial Conduct Authority a desarrollar de manera apropiada guías y reglas que puedan ofrecer suficiente orientación principalmente sobre las siguientes cuestiones: (i) información que la SPAC debe revelar al mercado cuando anuncia la operación de fusión con la

³⁰ ESMA (2012).

³¹ D'Alvia (2019).

³² Como podemos apreciar en el *Form S-1* de la SPAC Switchback III Corp.

³³ HM Treasury (2021).

compañía objetivo; (ii) los derechos de votación de los inversores de la SPAC sobre la operación antes de que ésta se consuma; (iii) los derechos de separación de los socios antes de que se complete dicha operación; y, si es necesario para salvaguardar la integridad y seguridad del mercado, (iv) los supuestos en los que se puede suspender la cotización de las acciones de una SPAC ante el anuncio de una operación.

2. ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

Frente a este vacío legal, hemos de plantearnos y cuestionarnos qué consecuencias legales acarrearía y cuáles son las partes de nuestro ordenamiento jurídico que resultarían afectadas por el hipotético lanzamiento de una SPAC en España. Con la pretensión de determinar cuáles son los puntos de fricción para, o bien tratar de ofrecer una respuesta e intentar integrar este instrumento bajo nuestro marco legal, o bien considerarlo totalmente incompatible en alguna de sus partes con nuestra regulación.

El primer punto identificado que se vería afectado por la aceptación de una SPAC a negociación es el Real Decreto 1310/2005. Este Real Decreto, que desarrolla la Ley del Mercado de Valores, dentro del Capítulo que trata los requisitos de idoneidad relativos al emisor y a los valores, el artículo 8 señala que debe ser una sociedad operativa. Trayendo a colación el Derecho comparado, la bolsa NYSE ya no requiere que la sociedad tenga historia operativa previa para llevar a cabo la Oferta Pública³⁴.

El siguiente elemento conflictivo lo encontramos al intentar encontrar un amparo legal a las cláusulas en los estatutos de las SPACs que recogen restricciones en la venta de las acciones que reciben los promotores³⁵. Aunque la Ley de Sociedades de Capital³⁶, en su art. 123, parece prever esta posibilidad cuando dichas estipulaciones hayan sido expresamente previstas en los estatutos y recaigan sobre acciones nominativas; en nuestro caso, (i) el art. 9.3 del RD 1310/2005 establece que *los valores que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta*, (ii) el siguiente apartado dispone que *los valores deben ser libremente transmisibles*, (iii) así como igualmente hace la Ley del Mercado de Valores³⁷.

³⁴ Art. 102 del Listing Company Manual.

³⁵ Como podemos ver bajo el apartado “*Transfer restrictions on founder shares*” del *Form S-1* de la SPAC FAST Acquisition Corp. II.

³⁶ Aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010.

³⁷ Consolidada en el Real Decreto Legislativo 4/2015.

El artículo 9.6 del mencionado Real Decreto eleva la cifra que deberá cotizar la SPAC a un importe mínimo de seis millones de euros, por encima de los cinco que requerían los estadounidenses para no ser considerados compañías de acciones a centavo. No obstante, dicho requisito resulta eximible en la práctica por cuanto los Reglamentos de Bolsas rebajan ese límite mínimo a los dos millones de euros³⁸.

Desde el Reglamento de Bolsas, el art. 2.1.a).3 de la Circular nº 2/2016 establece que las sociedades *que soliciten la admisión de sus acciones a negociación en la Bolsa deberán disponer de un capital social mínimo de 1.202.025 euros*. Así como la necesidad de que tengan su capital social totalmente desembolsado y, nuevamente, *que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones*³⁹.

La regulación de la obligación de publicar un folleto informativo, con toda la información referente a la Oferta Pública, se regirá conforme a lo dispuesto en los artículos contenidos en el Reglamento de la UE 2017/1129 y en el Reglamento Delegado 2019/980, donde aparece una relación de todos los requisitos de contenido y forma que deben seguir en la elaboración, registro y publicación de dicho folleto. Del mismo modo, deberán aportar en la solicitud de incorporación a Bolsa todas las formalidades, trámites y documentación que el artículo 2.3 de la Circular nº 2/2016 prevé respecto de las acciones y *warrants* cuya admisión a negociación soliciten.

El Reglamento Delegado (UE) 2019/980 obliga a incluir *información financiera sobre los activos y pasivos, la posición financiera y las pérdidas y ganancias del emisor* en el documento de registro para valores participativos de la emisión⁴⁰. La naturaleza singular de las SPACs no tendría ningún problema de adaptación aquí pues debe incorporarse la *información financiera histórica auditada que abarque los tres últimos ejercicios (o, en su caso, el período más corto en el que el emisor haya estado en actividad)*, con el informe de auditoría correspondiente a cada ejercicio. En el mismo sentido, cuando el mencionado Reglamento Delegado expone los criterios que se emplearán a la hora de examinar la coherencia de la información incluida en el folleto⁴¹, se considerará *si la descripción del emisor en la revisión operativa y*

³⁸ Artículo 2.2.3 de la Circular nº 2/2016 de la Bolsa de Madrid.

³⁹ Artículo 2.1.a).1 de la mencionada Circular.

⁴⁰ En virtud del artículo 2 y de la Sección 18 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980.

⁴¹ Art. 38.e).

financiera, la información financiera histórica, la descripción de la actividad del emisor y la descripción de los factores de riesgo son coherentes.

A diferencia de la regulación estadounidense, la cual, como mencionábamos, no permite incluir proyecciones futuras en los documentos de la emisión, el mismo Reglamento Delegado sí lo permite *en la medida en que no esté incluida en otra parte del documento de registro y en que sea necesaria para la comprensión del conjunto de la actividad empresarial del emisor*⁴².

Otra opción a través de la cual reflejar la diferente realidad de los promotores y accionistas con respecto a la propiedad y derechos de la SPAC, sería estructurar una emisión de dos clases distintas de acciones al amparo del artículo 94 de la Ley de Sociedades. De esta forma, por un lado, recogeríamos todas las singularidades específicas que corresponden a los socios generales de la SPAC (los más importantes, derechos de separación y de participación en la liquidación); así como todas las restricciones limitativas previstas para los promotores en relación con dichos derechos (inexistencia de ambos derechos mencionados en el caso de los promotores).

El derecho de separación es uno de los caracteres esenciales que singularizan la figura de las SPACs. Éstas, como ya mencionamos, reconocen en sus estatutos el derecho de los socios a separarse como consecuencia de tres circunstancias⁴³:

(i) the completion of our initial business combination, (ii) the redemption of our public shares if we are unable to consummate an initial business combination within 24 months from the closing of this offering, subject to applicable law, or (iii) the redemption of our public shares properly submitted in connection with a stockholder vote to approve an amendment to our amended and restated certificate of incorporation to modify the substance or timing of our obligation to redeem 100% of our public shares if we have not consummated an initial business combination within 24 months from the closing of this offering or with respect to any other material provisions relating to stockholders' rights or pre-initial business combination activity.

⁴² La exposición incluirá asimismo una indicación de (...) la probable evolución futura del emisor (Sección 7 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980).

⁴³ Para ejemplificar las estipulaciones relativas a los derechos de separación vamos a servirnos del *Form S-1* de la SPAC Research Alliance Corp. II.

Los socios salientes recibirán por sus acciones una cantidad *at a per-share price, payable in cash, equal to the aggregate amount then on deposit in the trust account calculated as of two business days prior to the consummation of our initial business combination, including interest (net of taxes payable), divided by the number of then outstanding public shares, subject to the limitations described herein.* También suelen dejar especificado que los inversores provenientes de los PIPEs han renunciado a todos estos derechos de rescate, así como lo hicieron los promotores fundadores.

Éstas son las principales limitaciones que mencionábamos en el párrafo anterior: (1) *in no event will we redeem our public shares in an amount that would cause our net tangible assets to be less than \$5,000,001 (so that we are not subject to the SEC's "penny stock" rules);* (2) para los casos en que los fondos, en efectivo, necesarios para hacer frente a las redenciones solicitadas, *plus any amount required to satisfy cash conditions pursuant to the terms of the proposed business combination exceed the aggregate amount of cash available to us, we will not complete the business combination or redeem any shares, and all shares of Class A common stock submitted for redemption will be returned to the holders thereof;* y (3) aquellos accionistas que posean una participación del quince por ciento o mayor de la SPAC tendrán restringida la posibilidad de redimir sus acciones, *without our prior consent.* El razonamiento detrás de esta limitación es evitar que unos pocos socios acaparen la propiedad pública de la SPAC, lo que pudiera resultar en chantajes al equipo de dirección para que les compren su participación por un precio muy superior al del mercado, o al del precio de rescate de prorrata, amenazando con bloquear la operación de fusión negociada.

La propuesta de redención de acciones con motivo del anuncio de la operación de fusión se podrá hacer de dos formas diferentes; bien mediante una oferta pública de adquisición, o bien en conexión con la junta de accionistas convocada para aprobar dicha operación. Teniendo también en cuenta que, *if public shareholders tender more shares than we have offered to purchase, we will withdraw the tender offer and not complete such initial business combination.*

Volver a recordar que, en el eventual supuesto de que las acciones de la SPAC estuvieran cotizando en el mercado a un precio superior a la prorrata ofrecida por ejercer su derecho de separación, todo inversor que no creyera en la operación negociada por el equipo directivo o disintiese de las modificaciones estatutarias a

introducir, evidente acudiré a los mercados públcos para vender su participaci3n en vez de ejercitar sus derechos de rescate.

En todo momento hemos estado hablando de redimir acciones, pero si recordamos, la Oferta Públca inicial de la SPAC consistía en unidades. Cuando un inversor acudía a dicha Oferta Públca adquiriría unidades, que estaban a su vez formadas por acciones y *warrants* (o fracciones de *warrants*). Cuando un socio se separa vende su acci3n a la compaía, pero mantendrú su *warrant*, mantendrú un derecho- o la porci3n de un derecho- a comprar una acci3n de la SPAC (o de la compaía final con la que se fusione) a un precio prefijado (normalmente entre once y trece d3lares por acci3n⁴⁴) a partir de un momento dado:

The warrants will become exercisable on the later of:

- *30 days after the completion of our initial business combination; and*
- *twelve months from the closing of this offering;*

y expirarán, generalmente, con motivo de la que ocurra antes: se liquide la SPAC por incapacidad de identificar un objetivo válido o transcurran cinco años desde que se complete la combinaci3n con un objetivo sí encontrado. Ademús, *there will be no redemption rights upon the completion of our initial business combination with respect to our warrants.*

En Espaía, la regulaci3n del derecho de separaci3n de socios podemos encontrarlo en el Capítulo I y III del Título IX de la Ley de Sociedades de Capital, donde no encontramos ningú elemento contradictorio con las causas y procedimientos establecidos en la actual construcci3n de las SPACs norteamericanas. El artículo 346 ya establece como una causa legal de separaci3n que se prorogue la vida de la sociedad o que se modifique sustancialmente su objeto social (como podría ser un cambio de directrices o criterios a la hora de identificar un objetivo), con el único requisito de no haber votado a favor del acuerdo. El resto de causas o circunstancias que preveíamos se podrían incluir vía art. 347, en virtud del cual *los estatutos podrán establecer otras causas de separaci3n distintas a las previstas en presente ley. En este caso determinarán el modo en que deberé acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separaci3n y el plazo de su ejercicio.*

⁴⁴ Para el caso de la SPAC RMG Acquisition Corp. V se fijó en once d3lares y medio, como podemos apreciar en su *Form S-1*.

Sin embargo, el art. 353 sí que parece discordar con el valor del reembolso que disponen las SPACs, pues nuestra regulación determina que aquél *será el del precio medio de cotización del último trimestre* cuando las acciones coticen en un mercado secundario oficial, como es éste el caso.

En cuanto a la instrumentación de la separación de los socios, una de las alternativas existentes sería acudiendo al Real Decreto de OPAs⁴⁵; no obstante, habríamos de plantear varios ajustes a la regulación actual. El artículo 12 del mencionado Real Decreto, junto con los arts. 338 y ss. de la Ley de Sociedades de Capital, establecen la posibilidad de que se lleve a cabo la reducción de capital formulando una oferta pública de adquisición de acciones propias. En primer lugar, mencionar que esta oferta pública deberá hacerse a todos los socios, con el límite máximo de la oferta igual a todo el efectivo que posee la SPAC (que debería identificarse prácticamente con el capital social); aunque evidentemente no se desee la aceptación de la oferta por todo el capital. En el caso de que se fijara un límite inferior y finalmente quisiesen separarse más socios que lo establecido en la oferta formulada, primero, se aplicarían las reglas de distribución y prorrateo del art. 38 del RD y, segundo, se estaría impidiendo a los socios la separación ante una de las causas estatutariamente dispuestas; ambos resultados indeseados. En segundo lugar, habríamos de revisar el artículo 9 del RD relativo al precio equitativo en relación con la oferta pública de adquisición mencionada. Pues uno de los atractivos de las SPACs es que los inversores tienen la garantía de que recuperarán íntegramente la inversión si deciden separarse y no continuar con el proyecto de fusión de la SPAC. De este modo, el precio de adquisición por el cual los socios pueden separarse debería ser igual (o prácticamente igual) al precio de emisión de las acciones que desembolsaron inicialmente los inversores en la SPAC; una simple suma prorrateada del valor liquidativo de la sociedad que, como decíamos, debería prácticamente coincidir con el valor de emisión de sus acciones.

Otra fórmula alternativa mediante la cual articular el derecho de separación de los socios en las SPACs sería modificando la regulación existente sobre acciones rescatables. Permitiendo la emisión de acciones rescatables por un importe nominal equivalente a la totalidad del capital social de la SPAC⁴⁶.

⁴⁵ Real Decreto 1066/2007.

⁴⁶ Esta figura queda regulada actualmente en los artículos 500 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital y, según su redacción vigente, *podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la*

Por último, realizar una breve referencia a las distintas causas de disolución que resultarían de especial aplicación a esta particular forma legal. En cuanto a las causas de disolución de pleno derecho del art. 360 de la Ley de Sociedades de Capital, por un lado, resultará plenamente operativa la derivada del *transcurso del término de duración fijado en los estatutos, a no ser que con anterioridad hubiera sido expresamente prorrogada e inscrita la prórroga en el Registro Mercantil* (algo, esto último, que permitirá el ejercicio del derecho de separación por parte de los socios). Pues, como hemos de recordar, la SPAC tiene un plazo prefijado de vida durante el cual debe llevar a cabo la operación. Y, por otro lado, *el transcurso de un año desde la adopción del acuerdo de reducción del capital social por debajo del mínimo legal* como consecuencia derivada de un ejercicio potencialmente masivo del derecho de separación ante el anuncio de fusión u otra de las circunstancias previstas que pueden desencadenarlo.

sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social.

CAPÍTULO VI: EL FUTURO (Y PRESENTE) DE LAS SPACS

Si bien la utilización de las SPACs como fórmula novedosa y más sencilla para salir a bolsa parece una buena idea, como hemos ido explicando a lo largo de este Trabajo, su construcción no es la que mayores garantías aporta a los accionistas, en beneficio de los promotores; pues la experiencia nos muestra que los primeros suelen salir casi siempre perdiendo.

Ante esta situación, muchos autores⁴⁷ se preguntan por qué los inversores siguen apostando por estos vehículos y no rescatan sus acciones cuando tienen la oportunidad. Pues bien, ya empiezan a aparecer voces que claman y exigen el cambio, la modificación de la estructura que configura las SPACs en aras de proteger en mayor medida los intereses de los inversores y/o la supeditación de los incentivos de los promotores a que efectivamente los socios obtengan retornos positivos.

El ejemplo paradigmático de este cambio de tendencias lo ha protagonizado la SPAC liderada por el famoso inversor activista Bill Ackman, **Pershing Square Tontine Holdings, Ltd.** Que, como vamos a exponer, se ha hecho eco de muchas de las reivindicaciones levantadas en contra de las SPACs, en pro de la seguridad y protección del accionista.

Comenzar diciendo que se ha erigido como la SPAC que mayor cantidad de fondos allegó en su Oferta inicial hasta la fecha: tres mil millones de dólares⁴⁸. Una de las principales diferencias respecto al modelo de SPAC tradicional es que los promotores, en este caso, no van a recibir “acciones de fundador”, no van a ser propietarios inmediatos de la SPAC. No obstante, sí que lo serán potencialmente de la compañía finalmente resultante pues en vez de recibir gratuitamente acciones, los promotores van a comprar sesenta y cinco millones de dólares en *warrants* que evidentemente solo tendrán valor, primero, si la SPAC logra concluir una operación y, segundo, si la operación resulta en un mayor valor para el accionista⁴⁹.

⁴⁷ Entre los que se encuentran Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020).

⁴⁸ Lo hizo a mitades del 2020 y, a fecha de hoy, todavía no han anunciado la compañía con la que se van a fusionar (Aliaj, 2020). En su *Form S-1* podemos apreciar la considerable cifra de acciones emitida, así como el resto de disposiciones y fórmulas novedosas que vamos a exponer.

⁴⁹ En el caso de esta SPAC, sus acciones fueron inicialmente emitidas al público a veinte dólares la acción y el precio al que los promotores pueden ejercitar esos derechos de compra es de veinticuatro. Por lo que necesitan llevar a cabo a una operación que resulte por encima de dicha cifra para no perder su inversión; alineando de este modo sus incentivos con los de los accionistas. Asimismo, con la pretensión de ofrecer aún más garantía y seguridad a los inversores, establecen que estos *warrants* van

De forma paralela, también se comprometen *pursuant to the forward purchase agreement, the forward purchasers have agreed to purchase an aggregate of \$1,000,000,000 of units (which we refer to as the “committed forward purchase units”), which will have a purchase price of \$20.00 y (...) will take place in one or more private placements in such amounts and at such time or times as the forward purchasers determine, with the full amount to have been purchased no later than simultaneously with the closing of our initial business combination. Además, the forward purchasers may elect to purchase up to an additional aggregate of \$2,000,000,000 of units (which we refer to as the “additional forward purchase units”), which will also have a purchase price of \$20.00.*

De esta forma, los mismos promotores se están comprometiendo a comprar desde mil millones más de dólares (hasta tres) en el momento de ejecutar la operación, a un precio de veinte dólares por acción, el mismo al que lo hicieron los accionistas. Parece ya lejano aquellos casos en los que los promotores recibían un veinte por ciento de la SPAC (casi) completamente gratis; mientras que, en esta ocasión, los promotores solo van a ganar si igualmente lo hacen los socios.

En cuanto a las unidades que compran los accionistas, están especialmente diseñadas para disuadir la separación de los socios fomentando la confianza en el futuro de la SPAC. Éstas se van a componer de:

- *one share of Class A common stock;*
- *one-ninth of one detachable redeemable warrant; and*
- *a contingent right to receive distributable Tontine redeemable warrants.*

De este modo, (i) los socios que, ante la propuesta de fusión, decidan separarse renunciarán a sus *warrants*, (ii) estas opciones de compra *effectively surrendered by redeeming holders* se distribuirán entre los accionistas que se quedan en la sociedad, y (iii), además, estos socios que se quedan *will receive at least two-ninths of a distributable Tontine redeemable warrant per share they hold*. Una fórmula muy bien diseñada que, como reseñan, *we believe this structure will likely lead to a lower level*

a poder ejercitarse a los tres años de dicha operación, condicionando por tanto su beneficio al éxito de la fusión a largo plazo. Como podemos ver en su *Form S-1*, ya mencionado, y en la Enmienda nº 4 a éste (*Form S-1/A*).

of redemptions, and therefore, we will likely have more funds available for our initial business combination.

Como bien resumen ellos mismos en su *Form S-1*:

Our stockholders are subject to far less potential dilution than is the case with many other blank check companies. Unlike other blank check companies, our sponsor is not being afforded the opportunity to purchase 20% of our stock at a nominal price; our sponsor will instead purchase the sponsor warrant at its fair market value, and the sponsor warrant will not be exercisable until 3 years after our initial business combination. Thus, unlike other situations in which the sponsor is entitled to a portion of the value of the company regardless as to whether the company increases or decreases in value, our sponsor will only participate in the value of our company if our stock price is at least 20% higher than the initial offering price in this offering (and only then if the sponsor warrant is exercisable at that time). Furthermore, our sponsor is paying fair market value (as of the date of such purchase) for the opportunity to realize any such gain, and any such gains will accrue to the Pershing Square funds, rather than to the individual members of a sponsor entity. We believe that this incentive structure is better aligned with our shareholders and potential merger partners, substantially less dilutive than typical incentive arrangements in other blank check companies, and therefore will be more attractive to potential investors in this offering.

Sin embargo, Klausner, Ohlrogge y Ruan (2020) se hacen eco de que desde que Pershing Square Tontine Holdings salió a bolsa el año pasado, otras noventa SPACs lo han hecho hasta la fecha de publicación de su artículo y los términos en los que lo hacen parecen ser prácticamente parejos a la estructura- no tan protectora de los intereses de los accionistas- de las SPACs tradicionales.

CONCLUSIONES

Las SPACs, como mecanismo alternativo y novedoso para salir a bolsa, están suponiendo un antes y un después para la industria del Mercado de Valores. Aunque ya llevan casi dos décadas facilitando el acceso a los mercados públicos de capitales norteamericanos, no ha sido hasta los últimos dos años cuando su popularidad ha incrementado vertiginosamente, así como lo han hecho su número y dimensión.

Muchos son quienes abogan por agilizar o dinamizar el mercado bursátil español, y la introducción y regulación de las SPACs sería una buena forma de empezar. Al mismo tiempo, atraeríamos una gran cantidad de inversión al posicionarnos como uno de los referentes y pioneros del continente europeo en contemplar normativamente esta forma legal.

No obstante, la experiencia nos demuestra que no es oro todo lo que reluce, y especialmente en el caso de las SPACs. Si bien parte de una idea original e innovadora, su puesta en práctica suele conducir a resultados indeseados para los inversores. Y si hay algo por lo que se caracteriza el mercado de valores español es el especial énfasis con el que protege, por encima de (casi) todo, los intereses de los accionistas.

Por ello, nuestra propuesta va a ir orientada a quedarnos con la idea, pero mejorar su ejecución, llevando a cabo ciertas pinceladas normativas. La experiencia nos ha resaltado cuáles son los defectos e inconvenientes de esta figura, *ergo* nuestra labor consistirá en eludirlos y erigir una alternativa de salida a bolsa eficiente, atractiva y segura.

Tomando como ejemplo la SPAC novedosa presentada en el último apartado, hemos de idear fórmulas que bloqueen y ligen los incentivos de los socios organizadores o promotores de la SPAC con el resto de sus accionistas. El hecho de que los promotores puedan obtener beneficios mientras que el resto de socios vean mermado su patrimonio con el paso del tiempo, a medida que el mercado va asumiendo los detalles y expectativas de la operación, es inaceptable. Deben preverse fórmulas, como en ese caso concreto analizado, donde los beneficios de aquéllos estén estrictamente condicionados a las ganancias de éstos; aumentando su retorno en la medida de cuán bien hayan llevado a cabo sus labores de identificación y negociación.

Adicionalmente, han de establecerse requisitos de votación y rigurosos derechos de información, con deberes y responsabilidades por diligencia asociados, que permitan a los socios conocer todos y cada uno de los detalles a lo que están expuestos con la operación; pues si dan su conformidad, van a convertirse en los propietarios de esa compañía que pretende fusionarse con la SPAC. Diseñando asimismo un régimen de responsabilidad de los promotores que no se extinguiría con la aprobación por los accionistas de la operación propuesta.

Otra de las cuestiones relevantes a abordar es la preocupante dilución de la participación de los accionistas. El derecho de separación concedido a los accionistas, la asignación al promotor de un quinto de la empresa por un valor nominal y los diferentes paquetes de warrants que están en el aire, crean un importante riesgo para los accionistas de la SPAC. Y como hemos mencionado, igualmente tienen fácil solución.

Ya sea exigiendo que la inversión que haga el promotor en la SPAC se haga a precio de mercado, al mismo precio de emisión al que entran el resto de accionistas. Ya sea anulando los diferentes derechos de opciones de compra que mantienen los inversores que se separan, algo que parece carecer de sentido en la actual y general configuración de las SPACs norteamericanas. Ya sea asegurando, en la misma salida a bolsa de la SPAC, inversiones o PIPEs paralelas, al mismo precio al que entran los accionistas generales, para garantizar de antemano una suficiente y adecuada capitalización ante la eventual separación de una parte de los socios.

Otra fórmula podría diseñarse exigiendo al promotor aportar un porcentaje del capital social mínimo de 1,2 millones de euros, requerido por el Reglamento de Bolsas. Teniendo en cuenta que aquellas participaciones individuales por encima del veinticinco por ciento no se computarán para el límite de 1,2 millones.

Además, resultaría conveniente extender la regulación concerniente a los requisitos financieros y de información que actualmente aplican a las compañías que salen a bolsa por el camino tradicional, a aquéllas que pretenden fusionarse con la SPAC para alcanzar la cotización, de tal forma que se vean sometidas a un escrutinio homólogo. Pues, como ocurre en Estados Unidos, no siempre las empresas más sanas son las que suelen optar por este procedimiento. A fin de evitar, por todos los medios, que la Bolsa de Valores española se convierta en un coladero de empresas insostenibles que no

deberían haber alcanzado los mercados públicos, poniendo en riesgo la estabilidad del mercado financiero y la protección de los inversores.

Por lo tanto, consideramos que la introducción de esta figura en el marco legal español podría traer consigo numerosos beneficios económicos, financieros y reputacionales, siempre y cuando pongamos especial atención a los derechos de los inversores frente a posibles fraudes y situaciones de desinformación y desamparo, con ligeras matizaciones desde el plano legal.

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

- Circular nº 2/2016, de 25 de abril, de la Bolsa de Madrid (Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid, S.A. Sociedad Unipersonal)
- Equity Guidelines of 2009, de 8 de mayo, última revisión el 14 de diciembre de 2018, Malasia. (SC-GL/EG-2009 (R2-2018)).
- Enforcement Decree of The Financial Investment Services and Capital Markets Act of 2017, de 8 de mayo, Corea del Sur.
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE 29 de julio de 1988) [Disposición derogada].
- Private Securities Litigation Reform Act of 1995, de 28 de noviembre, Estados Unidos de América. (15 U.S. Code § 78u-5; 15 U.S. Code § 77k; 15 U.S. Code § 77l).
- Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE 16 de noviembre de 2005).
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio 2010).
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).
- Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (DOUE 30 de junio de 2017).

- Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión (DOUE 21 de junio de 2019).
- Securities Act of 1933, de 27 de mayo, Estados Unidos de América. (15 U.S.C. §§ 77a-77mm).
- Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, de 15 de octubre, Estados Unidos de América. (Pub. L. 101–429, title V, § 501).

2. OBRAS DOCTRINALES

- D’Alvia, D. (2019). The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices. *Journal of Banking Regulation*, 1-18.
- Datar, V., Emm, E., e Ince, U. (2012). Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs. *Banking & Finance Review*, 4(1).
- Dimitrova, L. (2017). Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man's private equity funds”. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 99-120.
- Heyman, D. K. (2007). From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2, 531.
- HM Treasury. (2021, 3 de marzo). UK Listing Review. Obtenido el 09/04/2021 de https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/966133/UK_Listing_Review_3_March.pdf.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2011). Why SPAC investors should listen to the market. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 21(2).
- Jog, V. M., & Sun, C. (2007). Blank check IPOs: a home run for management. *Available at SSRN*.

- Kim, H. (2009). Essays on management quality, IPO characteristics and the success of business combinations.
- Klausner, M., y Ohlrogge, M. (2020). A Sober Look at SPACs. *Available at SSRN*.
- Kolb, J., & Tykvova, T. (2016). Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes. *Journal of Corporate Finance*, 40, 80-96.
- Layne, R. y Lenahan, B. (2018). Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.
- MacKay, C. (1841). *Memoirs of extraordinary popular delusions* (Vol. 1). Lindsay and Blakiston.
- Mitchell, M., y Pulvino, T. (2012). Arbitrage crashes and the speed of capital. *Journal of Financial Economics*, 104(3), 469-490.
- Ritter, J. R. (2020). Initial public offerings: Underpricing.
- Shachmurove, Y., & Vulcanovic, M. (2017). SPAC IPOs.

3. RECURSOS DE INTERNET

- Aliaj, O. (2020, 22 de julio). Ackman raises \$4bn in blank-cheque IPO. *Financial Times*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://www.ft.com/content/4b4a74a4-5c60-4181-abb9-b1f2baaca576>.
- Alvarez, M. (2020, 12 de agosto). The fast food of IPO alternatives: Though SPACs make it easier to go public, they can make it harder to be public. *Medium*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://medium.com/ltse-blog/the-fast-food-of-ipo-alternatives-574a8f6d205e>.
- Anthropos Capital Corp. (2021). Amendment No. 2 to FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001104659-21-047664/>.
- Balu, N. y Sen, A. (2020, 31 de diciembre). SPACtacular: Blank-check firms hit the jackpot in 2020. *Reuters*. Obtenido el 07/04/2021 de <https://www.reuters.com/article/us-spacs-2020-idUSKBN2951IG>.

- ESMA European Securities and Markets Authority (2012). Consultation paper: Guidelines on key concepts of the AIFMD. ESMA/2012/845. Obtenido el 09/04/2021 de <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf>.
- FAST Acquisition Corp. II. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001213900-21-012201/>.
- Financial Conduct Authority (2018). Technical Note on Cash Shell and Special Purpose Acquisition Companies (SPACs). UKLA/TN/420.2. Obtenido el 08/04/2021 de <https://www.fca.org.uk/publication/ukla/tn-420-2.pdf>.
- Forum Merger II Corporation. (2020). FORM 8-K CURRENT REPORT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 25/02/2021 de https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1741231/000121390020014379/ea122807-8k_forummerger2.htm.
- Health Sciences Acquisitions Corporation. (2019). REVISED DEFINITIVE PROXY STATEMENT SCHEDULE 14A. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 08/04/2021 de https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1764013/000121390019025000/defr14a_healthsciences.htm.
- Magnum Opus Acquisition Ltd. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001104659-21-029864/>.
- New York Stock Exchange Listed Company Manual (1953). *New York Stock Exchange*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual>.
- NYSE - New Security Notification for Symbol SFTW and SFTW WS. (2019). *New York Stock Exchange*. Obtenido el 25/02/2021 de <https://www.nyse.com/trader-update/history#110000182432>.
- Peridot Acquisition Corp. II (2021). Amendment No. 2 to FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 07/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001193125-21-062130/>.

- Pershing Square Tontine Holdings, Ltd. (2020). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1811882/000119312520175042/d930055ds1.htm>.
- Pershing Square Tontine Holdings, Ltd. (2020). Amendment No. 4 to FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001193125-20-195140/>.
- Platt, E. y Edgecliffe-Johnson, A. (2020, 20 de febrero). WeWork: how the ultimate unicorn lost its billions. *Financial Times*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://www.ft.com/content/7938752a-52a7-11ea-90ad-25e377c0ee1f>.
- Research Alliance Corp. II. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001104659-21-030827/>.
- RMG Acquisition Corp. V. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001193125-21-060907/>.
- Ruehl, M., Riordan, P. y Kinder, T. (2021, 15 de enero). Global investors in limbo after Ant IPO torpedoed by Beijing. *Financial Times*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://www.ft.com/content/f0950778-450e-4ef2-804d-7e16946ac4c0>.
- Sloane, L. (1987, 9 de mayo). Your Money; Many Dangers Of Blind Pools. *The New York Times*. Obtenido el 23/02/2021 de <https://www.nytimes.com/1987/05/09/business/your-money-many-dangers-of-blind-pools.html>.
- SPAC invasion. Why SPACs are Wall Street's latest craze. (2021, 16 de febrero). *The Economist*. Obtenido el 07/04/2021 de <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/02/16/why-spacs-are-wall-streets-latest-craze>.
- Spartan Acquisition Corp. III. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 25/03/2021 de <https://sec.report/Document/0001564590-21-001342/>.

- StoneBridge Acquisition Corporation. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001104659-21-029344/>.
- Supernova Partners Acquisition Co III, Ltd. (2021). Amendment No. 1 to FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001193125-21-063726/>.
- Switchback III Corp. (2021). FORM S-1 REGISTRATION STATEMENT. *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido el 09/04/2021 de <https://sec.report/Document/0001564590-21-009350/>.
- Why 2020 is the year of the SPACs (And what the heck is a SPAC?). (2020, 6 de agosto). *CNN*. Obtenido el 08/04/2021 de <https://localnews8.com/money/2020/08/06/why-2020-is-the-year-of-the-spacs-and-what-the-heck-is-a-spac/>.