

TRABAJO FINAL DE MÁSTER

Título: SPAC, una nueva alternativa de salida a la bolsa.

Autoría: Mengmeng Chen

Tutoría: Joaquim Viola Comabella

Curso académico: [2021-2022]



UNIVERSITAT DE
BARCELONA

Facultat d'Economia
i Empresa

Màster
**de Ciències
Actuarials
i Financeres**

Facultad de Economía y Empresa

Universidad de Barcelona

Trabajo Final de Máster

Máster en Ciencias Actuariales y Financieras

SPAC, una nueva alternativa de salida a la bolsa.

Autoría: Mengmeng Chen

Tutoría: Joaquim Viola Comabella

“El contenido de este documento es de exclusiva responsabilidad del autor, quien declara que no ha incurrido en plagio y que la totalidad de referencias a otros autores han sido expresadas en el texto”

“The content of this document is the sole responsibility of the author, who declares that he/she has not incurred plagiarism and that all references to other authors have been expressed in the text.”

RESUMEN:

En el presente trabajo se dará a conocer las SPAC (Compañía con Propósito Especial de Adquisición), que ayuda a las empresas, sobre todo las PYMES y las Startups a lograr el propósito de cotizar y conseguir financiación sin tener que pasar por el método tradicional cumpliendo los requisitos existentes para cotizar en los mercados de valores.

Es muy utilizado en los Estados Unidos y en los últimos años aumenta su aplicación en Europa. Teniendo en cuenta la falta de normativas y regulaciones en España, este trabajo se pretende a estudiar su aplicabilidad en el territorio español.

Palabras Claves: Cotización de acciones, OPV, SPAC, Aplicabilidad

ABSTRACT:

In the present work, will explain the SPAC (Special Purpose Acquisition Company), which helps companies, especially SMEs and Startups, to achieve their purpose of listing and obtaining financing without having to go through the traditional method, fulfilling the existing requirements to listing on the stock markets.

It is widely used in the United States and in recent years its application has increased in Europe. Considering the lack of rules and regulations in Spain, its intended to study its applicability in the Spanish territory.

Key Words: Stock Listing, IPO, SPAC, Applicability

ÍNDICE DEL CONTENIDO

1.	INTRODUCCIÓN	7
1.1.	Antecedente	7
1.2.	Motivación y objetivos del trabajo	10
1.3.	Estructuración del trabajo.....	11
2.	MERCADO PRIMARIO DE VALORES ESPAÑOL.....	12
2.1.	Definición Mercado Primario de Valores	12
2.2.	Regulaciones	12
2.3.	Incorporación a mercado de valor.....	14
2.3.1.	Definición.....	14
2.3.2.	Requisitos incorporación BME Growth	14
2.3.3.	Proceso incorporación al BME Growth	16
3.	INTRODUCCIÓN BÁSICA AL MODELO DE SPAC	18
3.1.	Definición e historia de SPAC	19
3.1.1.	Definición de SPAC	19
3.1.2.	Historia de la SPAC	19
3.2.	Estructura de emisión de OPV de una SPAC.....	22
3.3.	El modo de operación y estructura de SPAC M&A y cotización	24
3.3.1.	El modo de operación de SPAC M&A y cotización	24
3.3.2.	La estructura de capital de SPAC M&A y cotización.....	25
3.4.	Proceso de operación de M&A y cotización de SPAC	28
3.5.	Marco jurídico de la SPAC	35
3.5.1.	A nivel Internacional.....	35
3.5.2.	A nivel de España.....	37
4.	Comparación entre OPV y SPAC	39
4.1.	OPV vs SPAC	39
4.2.	Ventajas e inconvenientes de la SPAC.....	41
5.	CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN	45
5.1.	Conclusión del estudio	45
5.2.	Recomendaciones.....	46
6.	BIBLIOGRAFÍA.....	49

ÍNDICE DE TABLAS

Ilustración 1. Evolución de cotizaciones por OPV (IPO en inglés) y por SPAC en EE.UU..	10
Ilustración 2. Requisitos para incorporar a la BME Growth	15
Ilustración 3. Proceso de determinación de la información privilegiada.....	16
Ilustración 4. Fases de Incorporación al BME Growth	17
Ilustración 5. Cronograma de proceso de incorporación al BME.....	18
Ilustración 6. Evolución y desarrollo de la SPAC	21
Ilustración 7. Modo de operación de M&A y cotización de una SPAC	25
Ilustración 8. Estructura de Capital en el proceso de M&A de la SPAC	27
Ilustración 9. Proceso y decisiones para la fusión de SPAC	33
Ilustración 10. Proceso de las operaciones de cotización por SPAC.....	34

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Característica de la emisión de SPAC	24
Tabla 2. Comparativa entre la cotización por OPV y por SPAC.....	39
Tabla 3. Retorno de SPAC normales y de SPAC de alta calidad tras la fusión.	44

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedente

Durante el siglo XXI la situación económica mundial se encuentra en un periodo de recuperación y de dinamismo, aunque las crisis económicas a nivel mundial como la Gran Recesión entre el 2007 y 2009, basada principalmente en la vivienda y un aumento en el uso del apalancamiento tanto por parte de los bancos como de los hogares y la crisis debido a la pandemia del COVID-19 desde 2020, han empeorado la economía mundial.

A pesar de estas situaciones, se han producido grandes aumentos en el PIB mundial durante este periodo. Gran parte de este aumento se debe a innovaciones tecnológicas, como Internet de alta velocidad, teléfonos inteligentes y muchos otros avances tecnológicos, ya que su desarrollo ha cambiado la forma en que vive gran parte de la población.

Por lo tanto, las empresas de crecimiento emergente o ESG (Emerging Growth Company) relacionadas con las innovaciones tecnológicas, como las que se encuentran en los sectores de la medicina, la educación, la ciencia y la tecnología, también se encuentran en una etapa de rápido desarrollo. Para respaldar su desarrollo sostenible y de alto valor agregado, estas ESG deben recaudar fondos con un importe elevado en un período de tiempo relativamente ajustado.

De esta forma, cómo obtener apoyo financiero del mercado de la manera más eficiente posible bajo el sistema económico existente y el entorno financiero a bajo coste es el principal problema que deben resolver estas empresas para lograr un desarrollo sostenible y volverse más grandes y fuertes.

Una de las formas más utilizadas para obtener los fondos es acudir al mercado de valores, las empresas a través de la salida a la Bolsa o cotización en el mercado mediante la Oferta Pública de Venta (OPV) pueden acceder a la financiación del mercado de capitales para obtener los recursos necesarios.

Además de acceder a la financiación, las empresas optan por salir a la bolsa por otras razones.

- Conseguir liquidez, las acciones cotizadas de las empresas permiten a sus poseedores realizar transacciones (compras y ventas) para obtener liquidez.

- Tener independencia y autonomía financiera, ya que a través de la OPV los recursos o fondos captados son considerados recursos propios y no deuda, de esta manera reduce los costes.
- La internacionalización, las empresas pueden cotizar en mercados internacionales, dando un mayor conocimiento de la empresa a nivel internacional.
- Disminuir el perfil de riesgo, todas empresas cotizadas en mercado de valores están sometidas a la supervisión y vigilancia de las entidades reguladoras, otorgando a ellas una mayor credibilidad y garantiza a los inversores.
- Conseguir un mejor gestión de la empresa, la gestión correcta de la empresa está relacionada positivamente con el precio de la cotización de la empresa en cuanto la valoración por parte de los inversores. Por lo tanto, incentiva a las empresas mejorar su competitividad y su gestión.
- Disponer de una valoración permanente de la compañía, el precio de cotización de las acciones es considerados como una referencia para los inversores y los analistas en valorar la empresa.
- Obtener notoriedad de la compañía, una compañía cotizada en bolsa recibe una mayor atención por parte de inversores, analistas y medios de comunicación. Las informaciones publicadas por la prensa financiera refuerzan la imagen de la empresa de cara al público.

Vemos que es atractivo cotizar en los mercados de valores, pero existen diversas restricciones para entrar al mercado. Aunque el mercado de capitales se ha ajustado y reformado continuamente en torno al sistema de cotización en los últimos años, con el fin de optimizar el mercado de activos y mejorar aún más la función de financiación del mercado de capitales, los requisitos y el coste medio del mercado bursátil siguen siendo relativamente alto.

Algunas pequeñas y medianas empresas debido a su tamaño no llegan a cumplir todos los requisitos para cotizarse en la bolsa. En este contexto, las fusiones y adquisiciones o M&A (Mergers and acquisitions) por la SPAC han abierto otra ventana para estas empresas.

SPAC(Special Purpose Acquisition Company), traducción en español Compañía con Propósito Especial de Adquisición, se refiere a las empresas especialmente utilizadas como herramienta financiera intermediaria que ayuda a las empresas a lograr su propósito de cotizar y financiar mediante el proceso de adquisición por parte de la SPAC.

Las SPAC son similares a las OPV en el mercado tradicional, pero también tienen sus diferencias esenciales. Las SPAC generalmente son establecidas por fondos mutuos, fondos de cobertura, etc. es una "compañía vacía" cotizada, formada por un conjunto de efectivo sin ninguna actividad operativa. El único propósito de una SPAC es cotizar una entidad en la bolsa de valores, con el objetivo de adquirir una compañía, ayudando así a la compañía a lograr su objetivo de cotización.

Las SPAC fueron introducidas en el mercado de capitales de EE. UU. en la década de 1990, y tiene su origen en la Bolsa de Valores de Toronto en Canadá. En el 2007, el auge de la tecnología informática en los EE. UU. alcanzó el punto máximo de emisión de las SPAC. El mismo año, 66 empresas cotizaron en el mercado de valores de EE. UU. a través de la SPAC, recaudando 12.094 millones de dólares, más tarde por el enorme impacto de la crisis financiera de 2008, la economía mundial empeora, afectando las OPV y las cotizaciones de SPAC a caer considerablemente.

Con la recuperación económica, la cotización en SPAC ha comenzado a recuperarse desde 2012. Especialmente en 2020, la flexibilización monetaria global más el entorno de bajas tasas de interés. El mercado secundario de valores de EE. UU. acumula fondos abundantes, pero los activos de alta calidad son limitados, lo que resulta en el rápido desarrollo de las SPAC en el mercado de capitales de EE. UU.

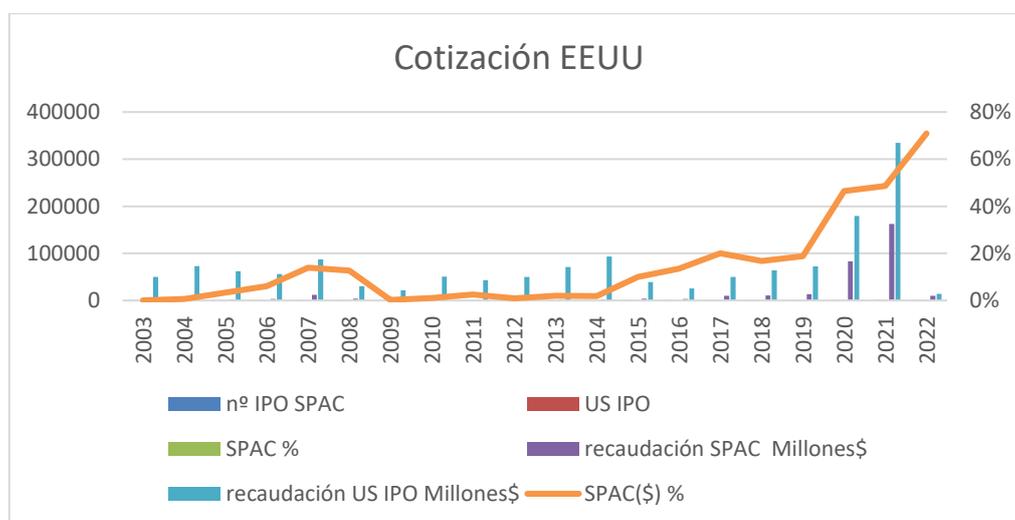
Según la información disponible en la web de SPAC Analytics¹ el año 2020 hay 248 OPV de SPAC en los Estados Unidos, más de cuádruple respecto el número de OPV del 2019, lo que representa el 46% del número total de OPV de acciones del país, recaudando 83.386 millones de dólares, casi siete veces más que en el 2019, representando el 55 % del total de fondos recaudados en la OPV de acciones de ese año. Y por primera vez, el número de emisiones de SPAC y la cantidad de fondos recaudados han seguido el ritmo del modelo tradicional de OPV.

Por este motivo, el 2020 es llamado "el año de la SPAC" por muchos medios de comunicación. En 2021, el auge de la cotización de SPAC continúa, el número de OPV de SPAC llega a 613, un 63 % del número total de OPV de acciones de EE.UU., más del doble respecto 2020.

Sin embargo, en 2022, este auge parece que se está comenzando a disminuir, pero sigue teniendo un gran peso. Hasta el 15 de abril de 2022, el número de OPV de SPAC es de 72, lo que representa el 79 % del número total de OPV, y la cantidad de fondos recaudados es el 79 % de la cantidad total de fondos recaudados.

¹ <https://www.spacanalytics.com/>, proporciona información sobre las SPAC en los Estados Unidos.

Ilustración 1. Evolución de cotizaciones por OPV (IPO en inglés) y por SPAC en EE.UU



Fuente: elaboración propia

En el caso de Europa, el número de SPAC hasta 2022 es mucho más limitado o reducido, concentrándose la gran parte en la Bolsa de Ámsterdam, y las regulaciones aplicables en este mercado es muy similar a las regulaciones existentes de EE.UU. Actualmente, los supervisores de todos los mercados europeos, entre ellos la CNMV, están analizando las adaptaciones de la normativa de salidas a Bolsa necesarias para dar cabida a este modelo de cotización.

1.2. Motivación y objetivos del trabajo

Esta investigación está motivada por el interés de conocer mejor la alternativa de la salida a bolsa mediante la adquisición y fusión de la SPAC.

La cotización por la SPAC es un canal innovador para que las PYMES coticen en Bolsa y conseguir financiación. Integra las características de varios productos financieros, como la cotización directa, la fusión inversa, la fusión y la colocación privada. En comparación con otros modelos de financiación por cotización, SPAC tiene muchos aspectos positivos. La investigación sobre el modelo de fusiones y adquisiciones de SPAC es útil para promover que las PYMES intenten cotizar en bolsa y bajo las condiciones existentes en el mercado, conseguir el máximo apoyo de fondos, con el fin de ampliar el tamaño de las empresas y lograr un desarrollo sostenible.

Ya en la década de 1990, las SPAC surgieron en el mercado de capitales de EE. UU., pero la crisis financiera de 2008 hizo que las SPAC silenciaran durante un período de tiempo. Después de 2010, con la continua recuperación de la economía mundial, las

SPAC también comenzaron a recuperarse. En los últimos años, se ha convertido gradualmente en un tema candente perseguido por el mercado de capitales.

De esta manera, resulta interesante realizar una investigación sobre el tema de la SPAC. Además, este trabajo permite hacer un breve repaso sobre el mercado primario de valores, sobre todo en el tema de la cotización por OPV en la bolsa o la salida a la bolsa de las empresas.

Los objetivos que persigue el trabajo son realizar un breve repaso sobre el mercado primario de valores, además de dar conocer la alternativa al modelo de la salida a bolsa tradicional, la denominada SPAC. Otro objetivo importante es comparar los dos modelos de salida a bolsa para ver las diferencias existentes entre ellos, es decir, buscar las ventajas e inconvenientes.

El objetivo principal de dicho trabajo es analizar si resulta aplicable este tipo de cotización o salida a Bolsa en el mercado español, teniendo en cuenta la falta de normativas y regulaciones en este ámbito.

1.3. Estructuración del trabajo

El trabajo está formado por cinco puntos, con la estructura siguiente:

- Un primer punto: introducción, principalmente expone los antecedentes de la investigación, la importancia del tema, las motivaciones para realizar el tema y los objetivos a conseguir.
- El segundo punto: el mercado primario de valores español, en este punto se explica las regulaciones existentes en el territorio español sobre el mercado primario de valores, el proceso para la salida a la bolsa y los requisitos legales existentes.
- El tercer punto: SPAC, en este punto se dará a conocer la forma alternativa a la salida a Bolsa tradicional, que es la SPAC, además se explicará las categorías de emisiones por SPAC, su desarrollo, como funciona, su estructura y el proceso de operación.
- El cuarto punto: comparativa entre OPV tradicional y SPAC, aquí básicamente se compara las características principales entre los dos modelos de salida a Bolsa o cotización mediante Oferta pública de la Venta (OPV), y exponer las ventajas e inconvenientes de la SPAC respecto de la OPV tradicional.
- El último punto: conclusión y recomendación, en este apartado primero dará las conclusiones referentes a toda la investigación o estudio del trabajo,

respondiendo las preguntas planteadas, y posteriormente comentar algunas recomendaciones o sugerencias relevantes.

2. MERCADO PRIMARIO DE VALORES ESPAÑOL

2.1. Definición Mercado Primario de Valores

El mercado primario de valores es la parte del mercado financiero dónde las empresas, las entidades financieras y otras entidades emiten valores de deuda (bonos) o valores de riesgo (acciones) con el objetivo de adquirir financiación. Estos valores son valores de primera emisión, es decir, que no existen negociaciones anterior a esta emisión, de manera que también recibe el nombre de mercado de nuevas emisiones. El mercado primario trabaja a largo plazo y en general trabaja con grandes cantidades de Capital.

La adquisición de fondo por la emisión de valores de deuda obliga al emisor reintegrar la cantidad del fondo y pagar un interés a los compradores. Mientras que la cantidad captada por la emisión de valores de riesgo obliga al emisor ceder una parte de la propiedad y de las ganancias de la empresa emisora (dividendos) a los compradores.

Dentro del mercado primario, todos los valores que se emiten se definen en los documentos de la emisión y el precio de estos valores no son modificables por parte del emisor. La fijación del precio de colocación de valores es fijada por los intermediarios financieros, corredores de Bolsa u otras instituciones financieras. Estas entidades, además de fijar los precios, también tienen la función de información de los valores a los públicos. La colocación de obligaciones gubernamentales y su venta por primera vez al público también se efectúa en el mercado primario.

Una vez que se completa la venta inicial, se realizan transacciones adicionales en el mercado secundario, donde se realiza la mayor parte de las transacciones bursátiles todos los días.

2.2. Regulaciones

En España el mercado primario de valores está bajo la regulación y supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Las normativas española relativa al mercado primario de valores básicamente están contenidos en la *Ley de Mercado de Valores* (concretamente en el Título III) y el *Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre*.

El título III (art.33-art.39) de la *Ley de Mercado de Valores* informa el principio de la libertad de emisión, en el sentido de que las emisiones de valores no requerirán autorización administrativa previa. Pero, la libertad de emisión no se opone al cumplimiento de ciertas obligaciones como la aportación y el registro de documentaciones sobre la emisión al CNMV. También incluye las obligaciones excepcionales por tipo de oferta, de inversores o emisores y los requisitos informativos como la publicación del folleto informativo conforme al *Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017*.

El RD 1310/2005, de 4 de noviembre establece los requisitos de idoneidad relativos al emisor y a los valores y los requisitos de información para poder formular una emisión de valores en el mercado. El más importante de estos requisitos de información consiste en la elaboración de un folleto informativo, y en el Título II se detalla las normativas referentes al folleto de información, separando en 4 capítulos, el primer capítulo sobre los requisitos del folleto informativo, el segundo capítulo sobre el proceso de aprobación, registro, publicación y publicidad del folleto, el tercer capítulo sobre el régimen de validez a nivel nacional y transfronteriza, y el último capítulo la responsabilidad del folleto.

Otras legislaciones del mercado primario de valores según la información proporcionada por CNMV son:²

“ Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.”

“ Orden ECC/2515/2013, de 26 de diciembre, por la que se desarrolla el artículo 86.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.”

“Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.”

“Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73/UE.”

“Real Decreto 1559/2012 , de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.”

“Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.”

“Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante.”

² <https://www.cnmv.es/Portal/legislacion/legislacion/tematico.aspx?id=4>, legislación española, libro 3 Mercado Primario de Valores.

“Real Decreto 1778/2004 , de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.”

2.3. Incorporación a mercado de valor

2.3.1. Definición

La incorporación al mercado de valores es el proceso por el cual una empresa pasa a cotizar en una Bolsa, es decir, en un mercado de valores. La cotización supone la presentación de la empresa hacia el público, de manera que los inversores del mercado y las empresas pueden realizar transacciones de compra y venta de las acciones o valores emitidos por la empresa.

La cotización de la empresa conlleva a una mayor exigencia de gestión, cumplimiento normativo y transparencia de la empresa. Se puede efectuar de dos maneras, mediante Oferta Pública de Venta (OPV) o una Oferta Pública de Suscripción (OPS).

- **OPV:**

Una OPV es el proceso mediante el cual una empresa ofrece públicamente la venta de una parte de sus acciones, de manera que, los inversores puedan adquirirlas en el mercado de valores. Estas acciones que se negocian son acciones ya existentes, y que se encuentra en mano de las accionistas originales, por lo tanto, la transacción de las acciones no modifica el capital social de la empresa.

- **OPS:**

Una OPS es un proceso muy similar al de OPV, ofrece públicamente la venta de nuevas acciones, es decir, crea acciones nuevas ampliando el capital de la empresa.

2.3.2. Requisitos incorporación BME Growth

En general, las empresas Target u objetivo de SPAC son PYMES con alta potencial de crecimiento, que encaja a las características de las empresas que se cotizan en el submercado de la BME (Bolsas y Mercados Españoles), este submercado se denomina como BME Growth. Para incorporar y cotizar en este mercado es necesario cumplir unos requisitos para un momento inicial de acceso y otros permanentes.

En la tabla siguiente se resume los requisitos que deben cumplir las entidades emisoras para poder incorporar al mercado de valores español, especialmente para el sector de PYMES y Startups, es decir, la BME Growth.

Ilustración 2. Requisitos para incorporar a la BME Growth

REQUISITOS DE INCORPORACIÓN	
Requerimientos jurídicos	<ul style="list-style-type: none"> • Forma jurídica: sociedad anónima. • Capital social totalmente suscrito y desembolsado. • Inexistencia de restricción legal o estatutaria a la transmisibilidad acciones. • Contar con un Comité de Auditoría en el caso de las Empresas en Expansión. • Acciones representadas mediante anotaciones en cuenta.
Requerimientos de actividad y contables	<ul style="list-style-type: none"> • Comercialización de productos o servicios o haber desarrollado actuaciones relevantes referentes a la preparación. • Ingresos significativos como consecuencia de esa comercialización o de transacciones, operaciones y aportaciones financieras. • 24 meses consecutivos auditados o, en su defecto, presentar previsiones relativas al ejercicio en curso y al siguiente. • Si la antigüedad de la actividad es inferior a dos años, compromiso de no transmisión de un año de principales accionistas y directivos. • Régimen contable: Estándar contable nacional, NIIF o US GAAP. • Cuentas anuales de los dos últimos ejercicios con el informe de auditoría correspondiente a cada uno.
Requerimientos estatutarios	<ul style="list-style-type: none"> • Obligación del accionista en caso de cambio de control. • Comunicación de Participaciones significativas. • Comunicación de pactos parasociales. • Compromiso de la sociedad en caso de acordar la Exclusión de negociación.
Requerimientos de difusión y designación de agentes especializados	<ul style="list-style-type: none"> • Difusión accionarial. Las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar un valor estimado mínimo no inferior a 2.000.000 euros. • Designación de Asesor Registrado. • Designación de Proveedor de Liquidez.

Fuente de información: BME Growth ³

Requisitos permanentes:

Tras la cotización, todas empresas deben cumplir el requisito de transparencia y de información, y mediante su correspondiente asesor registrado publica como mínimo las siguientes informaciones al mercado:

1. Información periódica

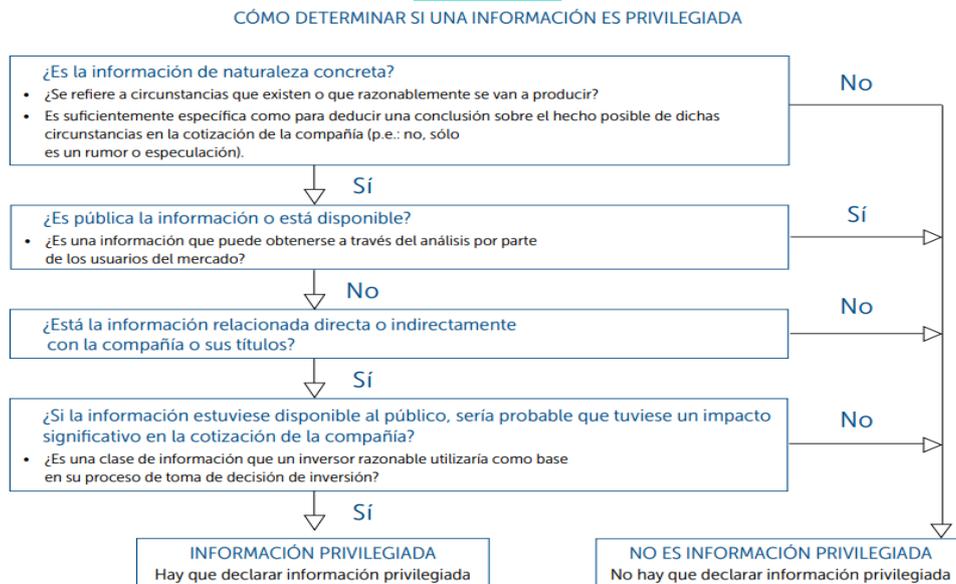
- **Información Semestral:** un informe financiero semestral de la empresa incluyendo los hechos sucedidos más relevantes dentro del semestre, se somete al menos a una revisión de su auditor.
- **Información Anual:** las cuentas anuales auditadas, Informe de Gestión con la estructura organizativa y el sistema de control interno.

³ https://www.bmegrowth.es/docs/docsSubidos/Empresas/Guia_Emisores_BME_Growth_SEP2020.pdf, Guía informativa para las sociedades emisoras en BME Growth

2. Información privilegiada y otra información relevante

Según BME Growth la forma de determinar si una información es privilegiada es la reflexión mediante una preguntas que se presentan en la ilustración siguiente:

Ilustración 3. Proceso de determinación de la información privilegiada



Fuente: BME Growth ⁴

3. Otras informaciones:

- Participaciones significativas
- Operaciones realizadas por administradores y directivos.
- Pactos Parasociales.
- Información acerca de operaciones societarias.
- Previsiones o estimaciones de carácter numérico, en su caso.

Toda información anteriormente mencionada se publica y almacena en la página web del Mercado y/o la página web de la empresa emisora

2.3.3. Proceso incorporación al BME Growth

El proceso de incorporación de la empresa emisora al BME Growth para llegar a la cotización se divide en cuatro fases:

⁴ https://www.bmegrowth.es/docs/docsSubidos/Empresas/Guia_Emisores_BME_Growth_SEP2020.pdf, Guía informativa para las sociedades emisoras en BME Growth

Ilustración 4. Fases de Incorporación al BME Growth



1. Decisión / Planificación	2. Preparación / Solicitud	3. Tramitación	4. Incorporación
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Acuerdos sociales ✓ Designación Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez ✓ Revisión de la situación de la empresa: valoración ✓ Diseño de la operación 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Cumplimentación de los requisitos de incorporación ✓ Solicitud ✓ Documento informativo de incorporación (DIIM) incluye información financiera auditada. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Evaluación por BME Growth de la solicitud y, en su caso, acuerdo de publicación del DIIM ✓ Inicio ampliación de capital, en su caso 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Cierre de la ampliación, en su caso ✓ Acuerdo de incorporación y publicación en el Boletín de BME Growth ✓ Inclusión, Registro Anotación en cuenta ✓ Toque de campana y cotización

Fuente: BME Growth ⁵

1. Decisión y Planificación

La salida al Mercado es siempre una decisión estratégica, y por esta razón, es necesario un análisis interno previo sobre la situación de la empresa, reflexionar qué supone la salida a Bolsa para la empresa y valorar la idoneidad y la factibilidad de este proceso.

Designar el Asesor Registrado y el proveedor de Liquidez, el primero ayudará a la empresa a entender el proceso de salida y los cambios necesarios de la empresa y a diseñar la operación de la cotización, mientras que el segundo ayudará en el proceso de las transacciones de las acciones en el mercado.

2. Preparación y Solicitud.

Junto con el asesor registrado diseñarán un calendario del proceso de cotización y designarán el equipo que participa en este proceso. Se realizará una Due diligence para ver el cumplimiento de requisitos previos establecidos. Posteriormente, se presenta la solicitud de incorporación y la documentación que acredita el cumplimiento de requisitos. Además del Documento Informativo y el Folleto Informativo registrado en la CNMV.

3. Tramitación

Recibida la solicitud y la documentación definitiva, BME evaluará la documentación para decidir aprobar o no la solicitud. Tras la aceptación por parte de BME publicará la autorización de la incorporación. A partir de ese momento, se puede comenzar el proceso de comercialización entre inversores.

⁵ <https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/Como-Incorporarse.aspxh>

4. Incorporación

Tras el cierre de la operación de ampliación o venta de acciones, y presentada toda la documentación, el BME anunciará la incorporación mediante la publicación en el Boletín de Cotización, asignará un código de contratación al valor y procederá a la inclusión en el Registro de Anotación en Cuenta.

Ilustración 5. Cronograma de proceso de incorporación al BME

CRONOGRAMA DE PROCESO DE INCORPORACIÓN : FASES, ACTUACIONES, AGENTES INVOLUCRADOS

Semanas	Asesor Registrado	Entidad Emisora	Entidad Colocadora	Proveedor Liquidez
4		Decisión interna y designación AR		
		Decisión fórmula de incorporación		
		Designación Entidad Colocadora		
1		Definición calendario de trabajo y equipo de proyecto		
6		Realización <i>Due Diligence</i> financiero, legal, fiscal, laboral... (*)		
		Solicitud de incorporación, acreditación cumplimiento de requisitos y elaboración Documento Informativo de Incorporación (*)		
2		Valoración preliminar de la Compañía		
3			Análisis de demanda potencial de inversores	
		Estructura oferta, sindicato bancos, inversores a contactar		
		Elaborar " <i>equity story</i> " de la Compañía (*)		
3		Presentación a fuerza de ventas y analistas del sindicato de bancos		
		Realización de <i>roadshow</i> nacional e internacional (*)		
2			Construcción libro de demanda	
		Designación Proveedor de Liquidez y asignación de código SIBE		
1			Decisión de precio y adjudicación órdenes de demanda	
Permanente		Incorporación, asignación código de contratación e inicio cotización		
		Definición y ejecución programa de Relaciones con Inversores (*)		
		Organización de <i>roadshows</i>		Ejecución contrato de provisión de liquidez

(*) Este tipo de trabajos según la operación puede requerir, además la participación de otro tipo de entidades como, bufete de abogados, firmas de auditoría, consultoras de Relaciones con Inversores, agencias de comunicación, etc.

Fuente de información: BME Growth ⁶

3. INTRODUCCIÓN BÁSICA AL MODELO DE SPAC

Las SPAC se originaron originalmente en los mercados de capitales extranjeros sobre todo Canadá y EE.UU y eran solo una pequeña parte del campo de inversión hace unos años. Con los grandes cambios en la economía global, las SPAC mostraron un crecimiento explosivo en 2020.

Antes del gran crecimiento de las SPAC, pocas empresas europeas cotizan en bolsa de esta manera. Hasta ahora la cotización mediante SPAC sigue siendo un proceso de cotización desconocida y novedosa para las empresas e inversores españoles.

⁶ https://www.bmegrowth.es/docs/docsSubidos/Empresas/Guia_Emisores_BME_Growth_SEP2020.pdf, Guía informativa para las sociedades emisoras en BME Growth

3.1. Definición e historia de SPAC

3.1.1. Definición de SPAC

SPAC (Special Purpose Acquisition Company) o Compañía con Propósito Especial de Adquisición es una empresa que sirve como herramienta financiera para la cotización de empresas y que es relativamente madura en el mercado de valores de los Estados Unidos. La cotización mediante el proceso de M&A de SPAC integra las características y propósitos de productos financieros tales como la cotización, las fusiones y adquisiciones, y las inversión de capital privado.

Las SPAC generalmente son iniciadas y constituidas por uno o más promotores (instituciones financieras, fondos de inversiones y empresas de corretaje); recaudan al menos 40 millones de dólares en fondos y depositan los fondos recaudados en una cuenta de depósito en garantía o cuenta de fideicomiso, mientras que los gastos iniciales para la operación y la gestión de la SPAC debe ser proporcionados por los promotores.

Bajo este modelo, una SPAC aprobada por la SEC (Comisión de la Bolsa de Valores de EE. UU) se convierte en una empresa cotizada con un gran volumen de efectivos. El "propósito especial" de una SPAC es que la intención de su cotización esté por la búsqueda de una empresa objetivo con activos operativos reales y expectativas de crecimiento para luego fusionarse con ella u adquirirla dentro de la duración especificada (suele ser de 18 a 24 meses, que puede extenderse en circunstancias especiales, pero debe solicitarse y aprobarse por la SEC, y puede que se necesita aprobar por la Junta general de accionistas).

Cuando una SPAC y una empresa objetivo realizan un proceso de M&A, dado que el tamaño de la empresa objetivo es generalmente mayor que la escala de efectivo de la SPAC, después de que se complete el proceso, los accionistas de la empresa objetivo se convertirán en los accionistas controladores reales del SPAC y controlarán el consejo de administración y la administración de la empresa, a su vez, la empresa objetivo se convierte en una nueva entidad operativa.

A diferencia de la OPV tradicional, SPAC se cotiza captando unos fondos y con este fondo adquiere una empresa objetivo formando una nueva empresa. Por lo tanto, la empresa objetivo logra cotizar de esta manera, lo que puede denominarse una cotización por fusión con SPAC.

3.1.2. Historia de la SPAC

SPAC se originó en la Bolsa de Valores de Canadá en la década de 1990 y se utilizó principalmente para adquirir empresas mineras, llamando a este tipo empresas Capital Pool Company en Canadá, o con su acrónimo CPC.

En 1993, GKN Ltd. (el predecesor de Early Bird Capital) registró la marca comercial "SPAC", y en el mismo año, se introdujo la SPAC en el mercado de capitales de los Estados Unidos. Desde entonces, la aplicación de SPAC se extendió rápidamente del sector de minería a la tecnología, la energía petrolera, la salud, la telecomunicación, la logística y otras industrias.

Entre 1990 y 1994, se emitieron y cotizaron en el mercado un total de 16 SPAC, de las cuales 15 de ellas fusionaron y adquirieron con éxito. Desde ese momento, las SPAC han sido poco a poco conocidas y reconocidas por los inversores estadounidenses, y han adquirido una importancia en el mercado de capitales estadounidense.

Desde un principio, la Comisión de la Bolsa de Valores de EE. UU. (SEC, U. S. Securities and Exchange Commission) no recomendó encarecidamente este modelo de cotización alternativo y no existen regulaciones que favorecen su uso, y las SPAC no atrajeron la atención de los participantes del mercado de capitales de los Estados Unidos. La cantidad de cotizaciones por proceso de la SPAC en los Estados Unidos anterior al año 2000 eran muy escasas.

En 2003, bajo la situación de bajos rendimientos de las clases de activos tradicionales, la dificultad de obtención de la financiación, junto con el rápido crecimiento de los activos gestionados por fondos mutuos, fondos de cobertura y fondos de capital privado, impulsaron a los inversores a comenzar a buscar inversiones alternativas. En este momento, como modelo alternativo de financiación, de cotización y modelo de inversión, SPAC se encuentra en el momento adecuado, convirtiéndose gradualmente en un tema candente en el mercado de capitales y atrayendo la atención de más inversores.

Entre los años 2003 y 2007, el mercado de SPAC se desarrolló rápidamente y se extendió aún más a los sectores del consumo, las finanzas, la construcción, el entretenimiento, etc.

De 2007 a principios de 2008, el auge de la tecnología informática en los Estados Unidos hace que surja un gran número de empresas de este sector, y el mercado de capitales estaba muy atractivo. El número de emisiones de SPAC también alcanzó su punto máximo.

En 2007, se emitieron 66 SPAC en EE.UU, recaudando casi 12 mil millones de dólares, y en promedio 182 millones de dólares por cada SPAC. Pero con el estallido de la crisis financiera en 2008, la cotización de SPAC en 2009 cayó al fondo.

Después de la crisis financiera, con el objetivo de estimular el desarrollo del mercado financiero, la SEC decide mejorar y ajustar el sistema de cotización de SPAC bajando algunos requisitos reglamentarios para su cotización. Con anterioridad a esto, las SPAC solo podían cotizar en OTCBB (Over-The-Counter Bulletin Board), después de las reformas y ajuste reglamentarias, las SPAC pueden cotizar directamente en NYSE o NASDAQ. En este contexto, los bancos de inversión de peso como Merlin Securities, Deutsche Bank y Citigroup empiezan a participar en el mercado de SPAC, mejorando el reconocimiento del mercado SPAC.

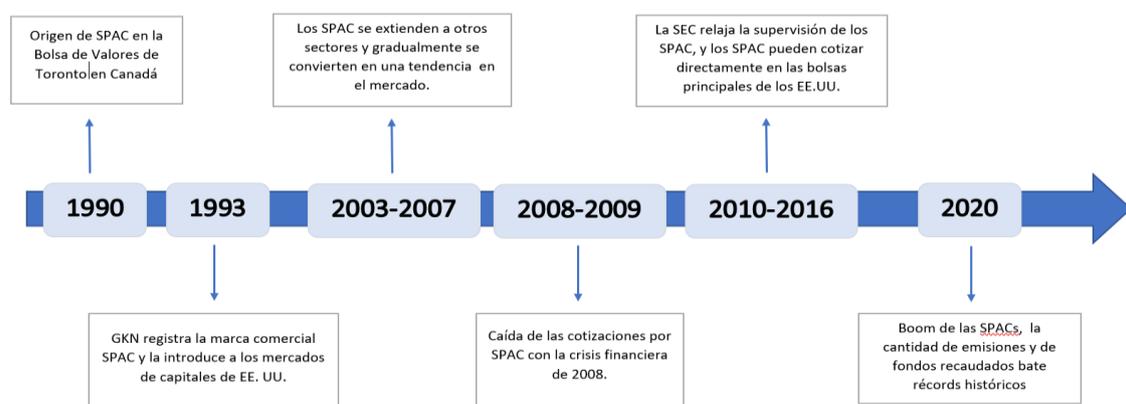
Después de 2010, Estados Unidos salió gradualmente del impacto de la crisis de las hipotecas, y la cotización de las SPAC también siguió a la recuperación gradual del mercado de capitales.

De 2016 a 2019, con el creciente desarrollo de nuevas industrias económicas como la tecnología financiera y nuevas energías, la cotización de SPAC comenzó una nueva ronda de crecimiento y recuperación, con la cotización de 66 SPAC recaudando 12.1 mil millones en 2017.

En 2021, el modelo SPAC alcanza un nuevo máximo, muchos bancos de inversión y empresas consultoras internacionales han establecido departamentos comerciales especiales de SPAC.

Después de más de 20 años de desarrollo, el sistema de fusiones y adquisiciones de SPAC se ha vuelto muy maduro. Hoy en día, las SPAC se han extendido a los Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá, Australia, Malasia, Corea del Sur, China y otros países. El mercado de capitales de EE. UU. es actualmente el mercado SPAC más grande del mundo, seguido por el mercado de capitales del Reino Unido.

Ilustración 6. Evolución y desarrollo de la SPAC



Fondo: elaboración propia

3.2. Estructura de emisión de OPV de una SPAC

A diferencia de la cotización tradicional de acciones ordinarias en la OPV, las SPAC emiten valores a los promotores (o sponsors) e inversionistas públicos y estos valores se cotizan como Unidades de valor. Cada Unidad por lo general consta de una acción ordinaria más una fracción (generalmente 1/2 o 1/3) de warrants (como un incentivo adicional).

Por lo tanto, los inversores tienen tres productos a elegir una vez que la SPAC se haga al público. Estos productos son: la Unidad, las acciones ordinarias y los warrants.

- **La Unidad (Unit):**

Las SPAC suelen emitir unidades de inversión. De acuerdo con la práctica del mercado, el precio por cada Unidad es de 10\$.

- **Las Acciones ordinarias:**

Las SPAC generalmente emiten solo dos tipos de acciones ordinarias: acciones ordinarias Clase A y acciones ordinarias Clase B.

- a. Las acciones ordinarias incluidas en las unidades de inversión emitidas por el SPAC al público se denominan "acciones públicas" y generalmente son acciones comunes de Clase A. En consecuencia, las acciones ordinarias emitidas al promotor (Sponsor) se denominan "acciones del promotor", normalmente acciones ordinarias de clase B.
- b. Estos dos tipos de acciones ordinarias son considerados como acciones de la misma clase en el momento de la votación y disfrutan sustancialmente de los mismos derechos. La mayor diferencia es que las acciones ordinarias de Clase B generalmente tienen derechos antidilución, y únicamente esta clase de acciones tienen derecho a nombrar o destituir a los administradores de SPAC antes de que se complete la transacción de fusión de SPAC.

- **Los Warrants:**

Los warrants se pueden ejercer durante un período de tiempo específico, durante este período de ejercicio, un warrant otorga al inversor el derecho a comprar una acción ordinaria al precio de ejercicio.

De acuerdo con la práctica actual del mercado, cada Unidad en mano del promotor incluye 1/2 warrants; cada Unidad de los accionistas públicos de SPAC incluye 1/2 o 1/3 de warrants.

El precio de ejercicio de cada warrant es del 115% - 120% del precio de la Unidad. Calculado a \$10 por Unidad de, el precio de ejercicio de cada warrant es de \$11,5 o \$12.

El plazo para ejercer los warrants comienza 30 días después de la finalización de la transacción de M&A de SPAC o 12 meses después de la cotización de SPAC, y finaliza en la fecha de 5 años después de la finalización de la transacción de M&A de SPAC, pero puede finalizar este periodo con anterioridad si los accionistas optan por rescatar el warrant o se liquida la SPAC.

Los warrants diluirán la proporción accionaria de los inversores que participan en la colocación privada y los accionistas originales de la empresa objetivo de la fusión de SPAC después de la finalización de la transacción de fusión de SPAC.

- **Acciones y warrants de los promotores:**

Antes de la cotización de la SPAC, los promotores suscribirán las acciones del promotor a un precio relativamente bajo, generalmente 25.000\$, y para la mayoría de las SPAC en el momento de cotizar en el mercado los promotores tendrán alrededor del 20 % del total de las acciones del SPAC.

Las acciones del promotor generalmente se convierten en acciones públicas de la empresa cotizada por SPAC en una proporción de 1 a 1 tras la transacción de fusión y adquisición.

Los promotores generalmente renuncian a sus derechos de rescate y de liquidación de sus acciones y prometen votar a favor de una fusión de SPAC para obtener la aprobación mayoritaria requerida de los accionistas para que la fusión de SPAC complete con éxito.

Los promotores también comprarán los Warrants del patrocinador a través de una colocación privada antes de la cotización del SPAC, con un monto de aproximadamente el 3% de los fondos totales recaudados por la cotización del SPAC (esta cantidad es conocido como “at Risk Capital”), se utiliza para hacer frente a los gastos operacionales y otros gastos necesarios para cotizar la SPAC.

La Unidad se puede comprar en el momento de la OPV de la SPAC, una vez transcurrido 52 días después de la cotización del SPAC las acciones ordinarias y los warrants se cotizan por separado y se negocian por separado. Es decir, si los inversores no han comprado la Unidad en el momento de la OPV de la SPAC, también podrían comprar la Unidad, las acciones ordinarias o los warrants después de OPV.

En la tabla siguiente se expone algunas características y similitudes entre los tipo de titulares teniendo en cuenta las acciones y los warrants.

Tabla 1. Característica de la emisión de SPAC

Producto	Titular	Característica	Similitud
Acción	Inversores públicos	Se negocia juntamente con la Unidad	Mismo derecho de voto
	Promotores	<ol style="list-style-type: none"> 1. Emitido a un precio nominal, generalmente por un total de 25.000 \$ 2. El número se mantiene generalmente en el 25% del número de acciones públicas. 3. Después de la OPV, los promotores tienen acciones de fundador, que representan el 20% de la oferta pública de SPAC, que se denomina <i>sponsor promote</i>. 	
Warrant	Inversores públicos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Una Unidad generalmente contiene 1/2 o 1/3 de warrant 2. El momento del ejercicio del derecho es uno de los siguientes: 30 días después de la transacción SPAC o un año después de la salida a bolsa 3. Necesidad de realizar pago para ejercer el Warrant 4. Después de que el precio de las acciones de SPAC exceda la cantidad especificada durante un cierto período de tiempo, SPAC puede rescatarlo. 	Derecho de ejercer el Warrant con un precio de ejercicio del 11.50 a 12.00 \$
	Promotores	<ol style="list-style-type: none"> 1. Los SPAC emiten warrants a promotores para recaudar fondos, denominado "at risk capital" 2. No necesita de realizar pago para ejercer el Warrant 3. No rescatable 	

Fondo: elaboración propia

3.3. El modo de operación y estructura de SPAC M&A y cotización

3.3.1. El modo de operación de SPAC M&A y cotización

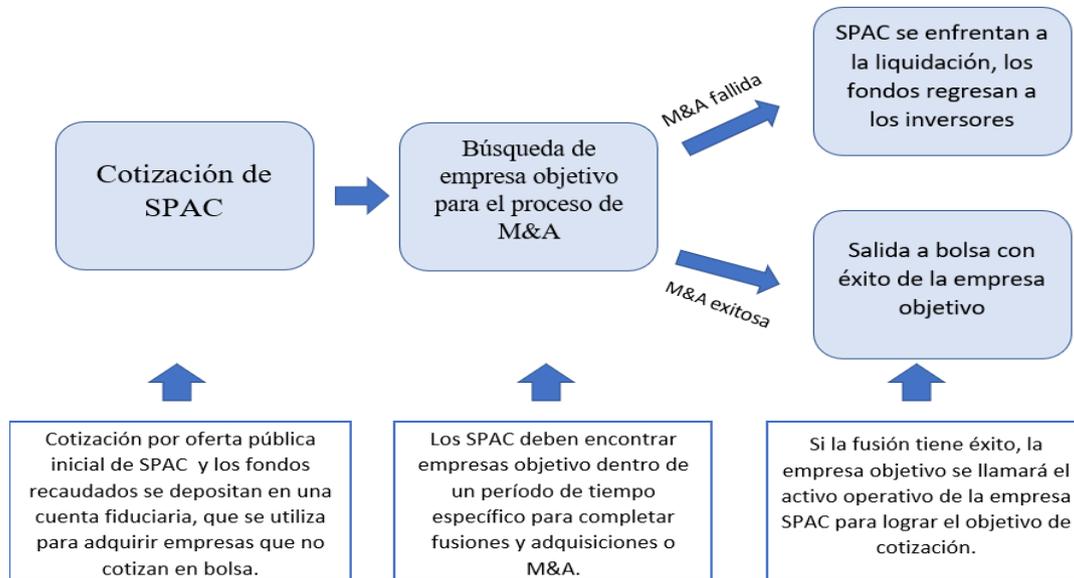
La lógica de la operación de las empresas que utilizan SPAC para cotizar y financiar es muy simple. Su esencia es cotizar mediante una "empresa fantasma", esta empresa es una empresa con efectivos y sin actividad operativa. Es una empresa especialmente establecida para la adquisición de empresas que no cotizan en bolsa, por lo que la cotización de empresas con la ayuda de SPAC también se denomina cotización de empresa de "cheque en blanco".

Después del establecimiento de la SPAC, debe cotizar en la bolsa de valores, la tarea principal después de la cotización es encontrar una o más empresas no cotizadas con potencial de desarrollo y alto potencial de crecimiento para llevar a cabo fusiones y adquisiciones dentro del tiempo especificado en el folleto informativo.

Si la transacción de fusión y adquisición se lleva a cabo sin problemas dentro del tiempo especificado, después de la fusión y reorganización exitosas, la empresa SPAC puede obtener el negocio principal de la empresa objetivo, y la empresa objetivo también se cotizará y obtendrá financiamiento.

Si la transacción de fusión y adquisición falla, la empresa SPAC se enfrentará a la liquidación y los fondos recaudados por la OPV de la SPAC se devolverán a los inversores desde la cuenta del fideicomiso, tanto el capital como los intereses.

Ilustración 7. Modo de operación de M&A y cotización de una SPAC



Fondo: elaboración propia

3.3.2. La estructura de capital de SPAC M&A y cotización

La estructura de capital de las fusiones y adquisiciones de SPAC se divide en dos partes, anterior y posterior al proceso de M&A. La estructura de capital es relativamente simple y clara. El cuerpo principal de la estructura está compuesto por la empresa SPAC que cotiza en Bolsa, la empresa objetivo de fusiones y adquisiciones, la empresa cotizada después de la transacción de fusión, los promotores de SPAC, los inversores públicos, la cuenta fiduciaria y otros elementos.

La estructura de capital previa a la operación de M&A:

Una vez establecida la empresa SPAC será preparada para cotizar en el mercado de valores. El promotor de SPAC adquiere alrededor del 20 % de las acciones a su valor nominal antes de la cotización. La Unidad emitida por la SPAC al patrocinador consta de una acción ordinaria de Clase B y una parte de warrant. Mientras que los inversores públicos suscriben aproximadamente el 80 % de las acciones de SPAC en el momento de la OPV, y la Unidad emitida para los inversores está formada por una acción ordinaria de Clase A y una fracción de warrant.

Antes de realizar la transacción de M&A, los fondos suscritos por los promotores e inversores deben depositarse en una cuenta fiduciaria. Una vez que el SPAC se cotiza con éxito en el mercado, comienza a buscar empresas Objetivo adecuadas para ejecutar el proceso de M&A, luego iniciar el proceso con la empresa objetivo.

En este momento, los fondos en la cuenta fiduciaria pueden liberarse de la supervisión y utilizarse para adquirir la empresa objetivo. Antes de la fusión y adquisición, SPAC es una caja de efectivos en la que los promotores e inversores poseían acciones ordinarias y warrants de la empresa SPAC.

La estructura de capital tras la operación de fusión:

Después de que la empresa SPAC y la empresa objetivo completen con éxito el proceso de fusión y adquisición o M&A, de manera que la empresa SPAC obtiene el negocio principal y los activos relacionados de la empresa objetivo, y la empresa SPAC cambia su razón social por la de la empresa recién cotizada después de la fusión. Esta empresa fusionada y reorganizada continúa cotizándose en la bolsa y, así, la empresa objetivo logra su objetivo de cotización y obtener financiación.

En este momento, los accionistas originales, los inversores, los promotores de SPAC, y en algunos casos PIPE (Private Investment in Public Enterprises) conjuntamente controla la empresa fusionada y cotizada con sus acciones y sus warrants.

Elementos de la estructura de SPAC:

- Promotores o Sponsors:

Los promotores o Sponsors de SPAC por lo general tienen una amplia experiencia en la gestión de empresas o fondos de capital privado. Los promotores proporcionarán una pequeña cantidad de capital inicial para cubrir los costos de la OPV, harán arreglos para que la SPAC se haga público y luego buscarán empresas con objetivo de fusionarse con ella o adquirirla.

- Inversores:

Los inversores aportan la parte restante del capital inicial necesaria (aproximadamente el 80%) para la constitución y la cotización de la empresa SPAC. Lo cual, es muy normal que la mayoría de los accionistas de la SPAC son los inversores. Las inversionistas más comunes en SPAC son inversionistas institucionales (cuyos planes de inversión generalmente cubren acciones del mercado público), fondos de cobertura e inversionistas públicos.

- Fideicomiso:

El fideicomiso proporciona el mecanismo de protección más importante para una transacción SPAC hasta que se complete el proceso. El SPAC establecerá una cuenta de fideicomiso para almacenar la mayoría de los fondos recaudados por la OPV, y se acuerda que dichos fondos en la cuenta de fideicomiso solo se pueden utilizar para el proceso de fusiones y adquisiciones de la SPAC.

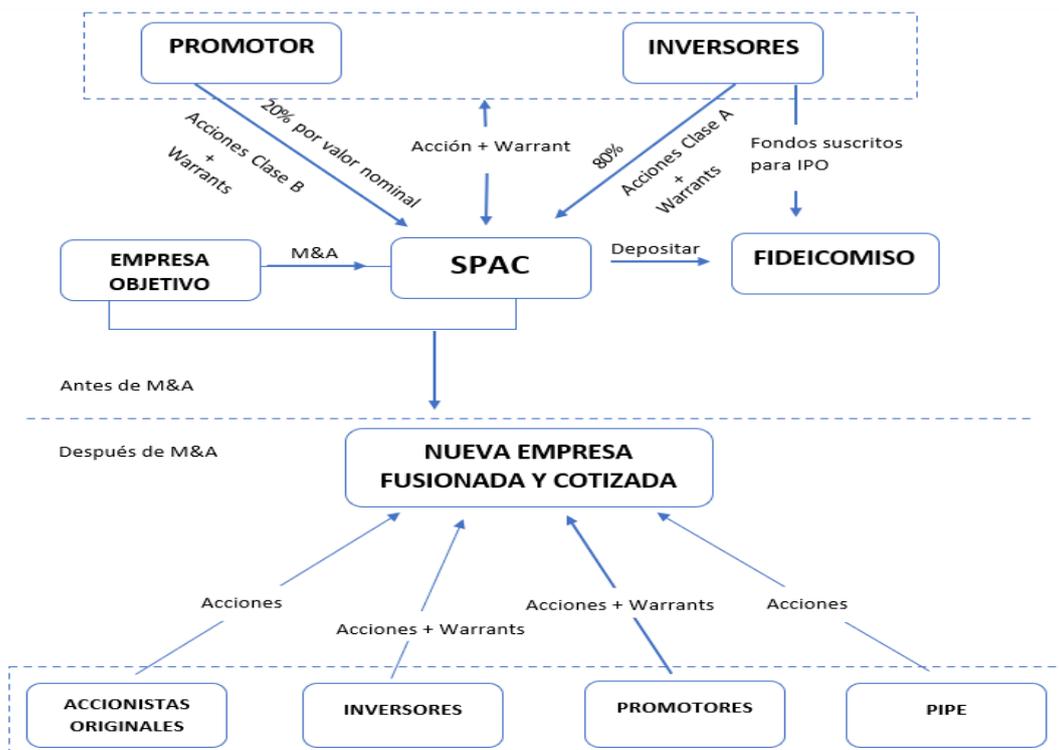
Antes de completar la fusión, los gastos requeridos para la operación diaria de la SPAC generalmente se pagan con parte de los fondos recaudados en la OPV que no están depositados en la cuenta fiduciaria o se complementa con los intereses generados a partir de los fondos recaudados en la cuenta de fideicomiso.

- PIPE:

Los PIPE (Private Investment in Public Equity) a menudo se ven en las transacciones de SPAC porque los promotores necesitan recaudar más dinero del que obtienen en su OPV para completar la fusión y adquisición.

Estos inversionistas de PIPE a menudo reciben información no pública de la SPAC sobre qué objetivo buscan adquirir. Luego invierten al precio de la oferta pública inicial de SPAC o, en la mayoría de los casos, con un ligero descuento en el precio de la OPV.

Ilustración 8. Estructura de Capital en el proceso de M&A de la SPAC



Fondo: elaboración propia

3.4. Proceso de operación de M&A y cotización de SPAC

Debido a que el modelo de la SPAC tiene un mayor desarrollo en los Estados Unidos, en este apartado, se explicará el proceso de M&A entre SPAC y empresa objetivo en el mercado estadounidense.

El proceso de cotización de la empresa mediante SPAC se puede dividir en tres etapas:

1. Constitución de la empresa SPAC.
2. Cotización de la empresa SPAC en la Bolsa de Valores de Nueva York o NASDAQ.
3. Búsqueda por parte de la empresa SPAC de empresas objetivo para completar la fusión y/o la adquisición logrando la cotización de la empresa objetivo.

Constitución de empresa SPAC

Un primer paso para el proceso de SPAC es la constitución de la empresa SPAC en sí, teniendo en cuenta el proceso y los requisitos necesarios para la constitución.

Deberán elaborar un documento llamado Articles of organization (Escritura de constitución) dónde se anota los aspectos relativos a la compañía objetivo, la cantidad de aportaciones por parte de los promotores y la porción de participación que recibirán tras la cotización de SPAC, las normas de votación, los acuerdos sobre período de liberación, compromisos y obligaciones de los promotores, y otros pactos necesarios.

En general las empresas SPAC son constituidos por el promotor o los promotores, en muchos casos, se crea un equipo de promotores o Sponsor Team, suelen estar compuestos por personas de alto nivel o élites empresariales con experiencia profesional en inversiones, banca de inversión o industrias específicas. Tras la creación del Sponsor Team, los miembros del grupo juntamente llevan a cabo el proceso de la constitución de la empresa SPAC.

Cotización de la empresa SPAC

Una vez constituida la empresa SPAC, el segundo paso es la cotización de la empresa SPAC en bolsa. Para su cotización es necesario seguir unos procedimientos.

Primero de todo el equipo de administración de SPAC prepara y entrega la solicitud de registro y las demás documentos necesarios para emisión a Bolsa a la SEC (Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos).

El periodo de preparación y entrega de documentos de emisión se divide en 8 partes:

1. La empresa SPAC realiza la reunión preparatoria con la SEC:

La empresa prepara preguntas y materiales relacionados a la cotización con suscriptores, abogados y otros intermediarios.

2. La empresa presenta la declaración de registro ante la SEC.

De acuerdo con la *U.S. Securities Act of 1933*, las empresas que emiten valores deben registrarse y presentar anuncio a la SEC para divulgar la información relacionada con la oferta, es decir, el formulario de registro *Form S-1*, que consta de dos partes:

El prospecto o folleto informativo, los principales contenidos incluidos son: portada, resumen, empresa, inversión de capital, política de distribución, dilución de capital, capitalización, resumen de datos financieros, análisis de gestión, administradores y principales accionistas, procedimientos legales, introducción de valores y resumen.

La declaración de registro incluye: tarifas de suscripción, remuneración de los directores y la gerencia, valores no registrados de la empresa, sus transacciones recientes y adjuntos y una lista de estados financieros.

3. Revisión por SEC de la declaración de registro

Después de que la empresa haya presentado su formulario de registro según lo requerido, un equipo de la SEC formado por profesionales y expertos como abogados, contables, analistas, revisará y verificará minuciosamente todo su contenido.

4. SEC emite primera opinion letter o carta de opinión

Se emite una carta de opinión después de que la SEC verifica la declaración de registro presentada por la empresa. Principalmente, indica cómo los miembros de la SEC creen que la empresa debería revisar el folleto informativo para hacerlo más completo y preciso.

5. Modificación y corrección del formulario de registro

La empresa revisa y mejora su formulario de registro de acuerdo con la carta de opinión de la SEC. Por ejemplo: corregir algunos defectos en la especificación de registro, o revisar el precio de emisión y el número final de emisiones, etc.

6. Revisión del formulario de registro corregido por parte de la SEC

La SEC revisará el formulario de registro presentado nuevamente por la empresa para determinar si la divulgación de información por parte de la empresa es apropiada.

Si los documentos aún no cumplen con los requisitos, se emitirá un bedbug letter, sugiriendo que el registrante retire el registro, sino se emitirá una orden de suspensión.

Si el documento se considera básicamente calificado, se exigirá al intermediario que asuma la responsabilidad legal correspondiente.

Y si se considera que aún debe ser revisado, se emitirán nuevamente las pautas de revisión.

7. La SEC emite una orden de cese y desistimiento o aprobación

Si la SEC emite una orden que exige que la suspensión de la declaración de registro significa que la empresa no puede emitir una cotización.

Si la SEC no hace ningún comentario sobre la declaración de registro revisada, significa que está aprobada y la declaración de registro entrará en vigor automáticamente dentro de los 20 días.

8. Revisión por parte de NASD

Las empresas registradas para emitir acciones también deben estar aprobadas por la National Association of Securities Dealers (NASD). La revisión se basa principalmente en las regulaciones S-K de Securities Act of 1933 para revisar el contenido de la declaración de registro y la comisión del suscriptor, el propósito es ver si la comisión del suscriptor es razonable, a fin de garantizar los intereses de los inversionistas públicos en general.

Tras la aprobación por parte de la SEC y de NASD se realiza el Roadshow para inversores. Roadshow es un método de presentación importante para promover la emisión exitosa de acciones bajo la comunicación entre los inversores y emisores de valores. Por un lado, el Roadshow puede permitir a los emisores demostrar el valor de los valores emitidos, profundizar la percepción de valor por los inversores; por otro lado, hace que los diferentes tipos de inversores conozcan el valor intrínseco de la empresa y el posicionamiento en el mercado, y juzgar con mayor precisión el valor de la inversión.

Finalmente, la empresa SPAC consigue a cotizar en los mercados de valores americanas, en NASDAQ o NYSE. Emitiendo una combinación de acciones ordinarias y Warrant, esta combinación se conoce por una Unidad o Unit.

Búsqueda de empresa objetivo y la cotización de la empresa objetivo tras SPAC M&A

Una vez constituida y cotizada la empresa SPAC, debe adquirir y fusionarse con una empresa objetivo para llegar al objetivo de financiación y cotización de esta empresa objetivo.

Los pasos por seguir para conseguir la cotización de la empresa objetivo son lo siguiente:

1. Búsqueda de empresas objetivo:

Buscar una empresa o varias empresas no cotizada con altas expectativas de crecimiento, con objetivo de fusionarse con ella dentro del plazo de tiempo establecido.

Si dentro del plazo establecido, entre 18 y 24 meses, no consigue la empresa objetivo para el proceso de M&A y cotización, entonces la SPAC se enfrentará a la liquidación, devolviendo el 100% de todos los fondos depositados en cuenta de fideicomiso juntamente con los intereses a los inversores.

En términos generales, una SPAC no identificará su empresa objetivo de adquisición antes del cierre de la OPV, porque si el SPAC ha determinado el objetivo específico que adquirirá en el momento de la OPV, la SEC requerirá que el SPAC divulgue más información relevante de la empresa objetivo, incluyendo la situación financiera de la empresa a adquirir, y que ralentiza el proceso de salida a bolsa.

De acuerdo con las regulaciones de la SEC, un proceso de M&A de la SPAC debe involucrar una transacción con uno o más negocios/activos cuyo valor razonable combinado no sea inferior al 80 % de los fondos en la cuenta fiduciaria. En general, las empresas SPAC seleccionan objetivos que son al menos 2 o 3 veces su propio tamaño para mitigar el impacto de la dilución de las acciones del fundador.

2. Firma de la Carta de intención (Letter of Intent):

Una vez determinada la empresa o las empresas objetivo, la SPAC firma la carta de intención con la empresa/as objetivo.

La carta de intención incluye términos tales como intenciones de fusión y/o adquisición, importe de ofertas informales, obligaciones de confidencialidad, exclusividad, y otros términos. Las cartas de intención generalmente no tienen efecto legal, pero las cláusulas de confidencialidad sí lo tienen.

Todas personas involucradas en la negociación deben respetar a la no comunicación a personas externas, garantizando a que la intención de adquisición y fusión no será conocida por el público antes de la comunicación pública, protegiendo los intereses de las dos partes.

3. Due diligence por parte de la dirección de SPAC sobre las empresas objetivo

Una vez que la empresa encuentra las empresas objetivos se llevara a cabo una diligencia debida o Due diligence por parte de la dirección de SPAC.

El proceso lleva a la Investigación de la empresa objetivo desde los aspectos de finanzas, mercado, operación, protección ambiental, derecho, tributación, RRHH, etc. Mediante el acceso directo a los documentos de la empresa objetivo, la comunicación con los administradores de la empresa objetivo y otras formas de conocer el funcionamiento, rentabilidad, situación de deudas, sistema financiero, posibles juicios, condiciones de los contratos externos, etc., de la empresa objetivo.

También estudiará la cuota de mercado, la industria, las expectativas y la situación competitiva, para determinar la posición estratégica de mercado actual y futura de la empresa objetivo. Analizar la situación actual de las operaciones de la empresa objetivo, proponer medidas de mejora y prever los gastos posteriores a la adquisición. Analizar si el precio de venta y la composición son razonables

4. Acuerdo de fusión y adquisición

Si los resultados de la diligencia debida por parte de SPAC son satisfactorias y las partes están de acuerdo con los términos financieros y de otros términos de la transacción, SPAC celebrará un acuerdo de fusión o adquisición con la empresa objetivo.

5. Presentar Proxy Statement a la SEC

Anunciar públicamente la firma del acuerdo de fusiones y adquisiciones de SPAC con la empresa objetivo, y prepararse para las presentaciones sobre la empresa objetivo a los inversores accionistas mediante el documento conocido como Proxy Statement o Form DEF 14.

El Proxy Statement es una declaración de solicitud de voto de los accionistas, y que debe presentar a la SEC dentro de las cuatro semanas posterior a la firma del acuerdo de fusión y adquisición. Incluye principalmente la siguiente información:

- Estados financieros de la empresa objetivo de los años anteriores
- Información financiera simulada/estimada de las empresas que cotizan en bolsa después de la finalización de la transacción de fusión y adquisición de SPAC
- Información adicional sobre la empresa objetivo
- Propietarios efectivo después de la transacción de fusión y adquisición de SPAC
- Antecedentes de la transacción de fusiones y adquisiciones de SPAC
- Información de la remuneración a los administradores
- Cuestiones relacionadas con los posibles riesgos

6. Celebración una Junta general

En esta junta general se realiza la votación por parte de los accionistas para decidir aprobar o no la transacción de M&A con la empresa objetivo y se gestiona el tema de rescate de acciones de los accionistas (si los accionistas de SPAC ejercen el derecho de rescate).

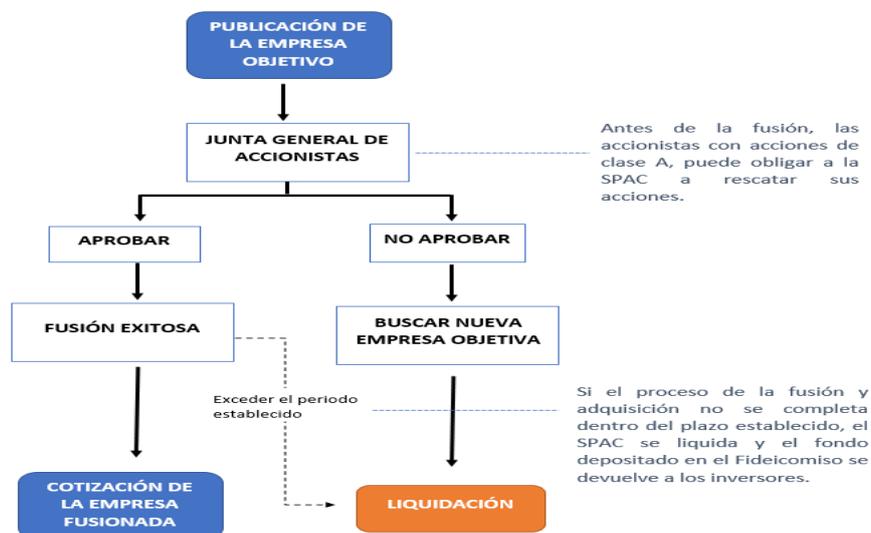
Siempre que más del 50 % de los accionistas voten a favor, SPAC y la empresa objetivo completarán la fusión, y la empresa objetivo recibirá los fondos depositados por los inversores de SPAC en la cuenta de Fideicomiso, a cambio los inversores de SPAC recibirán una parte del capital social de la compañía fusionada.

Sin embargo, si más del 50% de los accionistas votan en contra, la fusión fracasará. Pero, dentro del período especificado (18-24 meses), el equipo de gestión de SPAC puede optar por buscar otras empresas posibles para proceder las fusiones y adquisiciones.

Los accionistas de la empresa SPAC pueden rescatar las acciones, y los inversores tienen el derecho de obligar a la SPAC a rescatar la parte de acciones adquiridas y realizar la devolución de la cantidad de inversión correspondiente (según la proporción del patrimonio depositada en cuenta de Fideicomiso en ese momento), siempre y cuando sea anterior a la transacción de fusión y adquisición por parte de SPAC con la empresa objetivo.

A continuación, se presenta el proceso para llegar a la fusión de la empresa SPAC con la empresa objetivo:

Ilustración 9. Proceso y decisiones para la fusión de SPAC



Fuente: Elaboración propia

7. Fusión y cotización de la empresa objetivo y SPAC.

Tras la aprobación por parte de los accionistas, se fusiona la empresa SPAC con la empresa objetivo. Una vez fusionada la SPAC con la empresa objetivo, la nueva empresa tras la fusión modifica su razón social, en general por la razón social de la empresa objetivo, y se cotiza en bolsa.

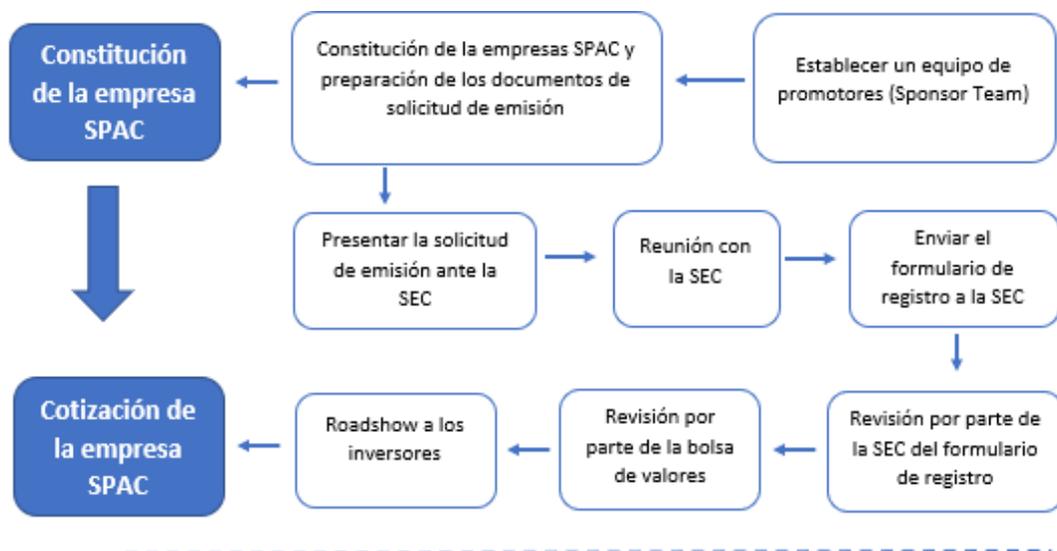
Después de que se finalice el proceso de fusión y/o adquisición, la empresa SPAC presentará los documentos de transacción de M&A y la declaración de M&A firmada por ambas partes a la SEC.

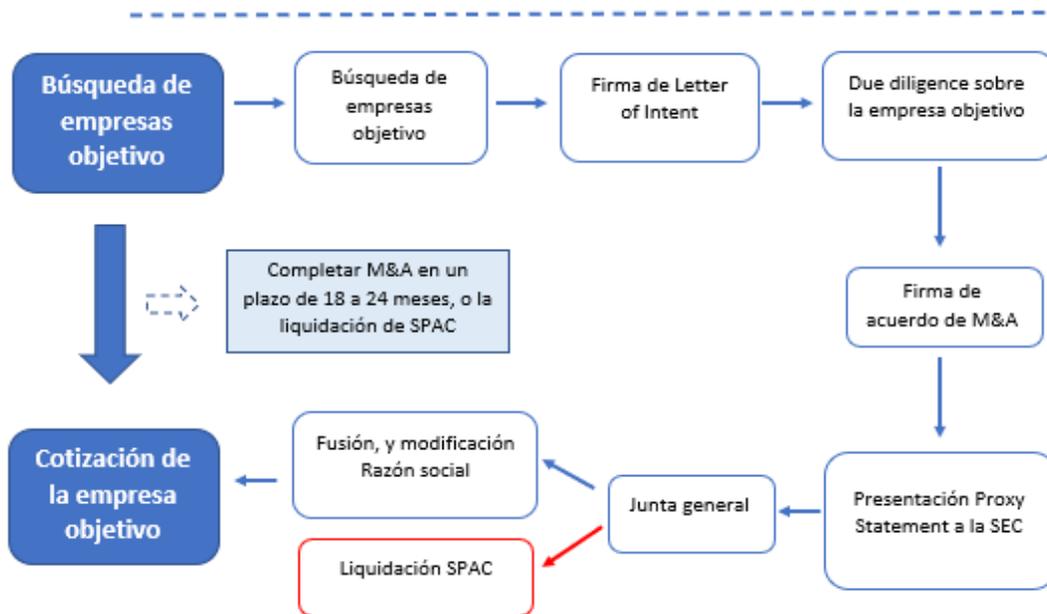
Una vez fusionada la empresa SPAC con la empresa objetivo, la nueva empresa se cotiza en el mercado. De esta manera, la empresa SPAC ya no es una empresa fantasma sin actividad operativa, ya que se adquiere la actividad operativa y los activos de la empresa objetivo con el fondo recaudado. Mientras que la empresa objetivo consigue su objetivo de cotizar en bolsa y conseguir financiación sin pasar por el proceso tradicional de salida a bolsa y sin perder el control de la empresa.

Dentro de los cuatro días hábiles posteriores al cierre de la transacción de fusión y adquisición de SPAC, la empresa cotizada debe presentar un documento especial ante la Comisión de Bolsa y Valores de EE. UU. (SEC): *Super 8-K* (incluye toda información solicitada en el *Form 10* o declaración de registro de empresas no registrada según OPV), presenta los datos clave posteriores a la fusión, la mayoría de los cuales ya se han presentado en el Proxy Statement, pero, la información financiera simulada y el rescate de las acciones de SPAC se debe actualizar en este documento.

En el esquema siguiente se resume todo el proceso de las operaciones de la SPAC:

Ilustración 10. Proceso de las operaciones de cotización por SPAC





Fuente: elaboración propia

3.5. Marco jurídico de la SPAC

3.5.1. A nivel Internacional

A nivel internacional existen pocas normativas o leyes que regulan específicamente al modelo de cotización por fusiones y adquisiciones de la SPAC, a pesar de su creciente desarrollo y popularidad a nivel internacional (aplicación en EE.UU, UK, Europa, Canadá, China, Singapur, Emiratos Árabes Unidos etc.).

Pero, los Estados Unidos tiene el mercado de las SPAC más grande y con un mayor desarrollo, debido a esto es el país con unas regulaciones más completas. Todo funcionamiento de las SPAC está bajo control y supervisión de la SEC (United States Securities and Exchange Commission).

Las SPAC deben seguir las disposiciones pertinentes de la “*Security Act of 1933*” y la “*Securities Exchange Act of 1934*”, “*Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*, PSRA” y las disposiciones más específicas se concentran en “*Regulation S-X*”, “*Regulation S-K*” y “*Regulation C*”.

- Ley **PSRA**, regula las SPAC, faculta a la SEC para formular las normas pertinentes y aclara el derecho del accionista a retirarse.
- ***Security Act of 1933*** y ***Securities Exchange Act of 1934*** establecen el sistema de registro para la oferta pública de valores y el sistema de supervisión de las sociedades cotizadas, así como las normas y principios básicos del mercado privado.

- **Regulaciones S-K:** Especifica el contenido de algunas informaciones en el registro a excepción de los asuntos financieros.
- **Regulaciones S-X:** especifica el contenido de los informes financieros. Los contables deben estar muy familiarizados con las regulaciones S-X, y las empresas deben completar la información financiera relevante junto con los contables.
- **Regulación C:** especifica contenidos sobre los procedimientos. Tales como los pasos a seguir al momento de registrarse, el tamaño, el número de acciones y otros detalles del manual de registro.

Alguno de los países que establecen sus propias normativas y regulaciones basando en las regulaciones americanas son como, por ejemplo:

1. China (Hong Kong):

El 17 de septiembre de 2021, la Bolsa de Valores de Hong Kong (Hong Kong Stock Exchange, SEHK) publicó el "Documento de Consulta sobre Sociedades de Adquisición de Propósito Especial", y un mes después publica las "Conclusiones de la consulta SPAC". Adaptando las conclusiones y recomendaciones de los documentos anteriores, crea un nuevo capítulo (Capítulo 18B) que incluye temas relacionados con las SPAC en las "Reglas de Cotización", y que entró en vigor el 1 de enero de 2022.

Los temas contenidos en estas normas son los siguientes: los requisitos de los inversores y promotores, las acciones de promotor, la dirección de la SPAC, los requisitos de la empresa objetivo, la cotización de la empresa fusionada, el periodo de búsqueda y fusión de la empresa objetivo, las responsabilidades de la SPAC, etc.

2. Emiratos Árabes:

La SPAC se introdujo por primera vez en el marco legal en los Emiratos Árabes Unidos (EAU) a través del Decreto Federal Ley 32 de 2021, relativo a las empresas comerciales (*the New Commercial Companies Law*), y que entró en vigor el 2 de enero de 2022.

El 14 de enero de 2022, la SCA (Securities and Commodities Authority) de los EAU publicó la Decisión de la Junta Directiva de la SCA No. (1/TM) de 2022 sobre las Regulaciones sobre Sociedades de Adquisición de Propósito Especial (SPAC) (*SPAC Regulations*).

3. Singapur:

Tras la publicación del borrador del marco regulatorio de cotización de SPAC en el 31 de marzo de 2021 por la bolsa de Singapur (Singapore Exchange Limited, SGX), que solicita públicamente opiniones de todos los sectores de la sociedad, y en el 2 de septiembre de 2021 publica el

documento de respuesta a los comentarios de la consulta “*Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies*”. Las regulaciones contenidas en este documento entraron en vigor el día siguiente de su publicación. En comparación con el marco de cotización de EE. UU., es más flexible y maniobrable.

Incluye regulaciones en los siguientes temas: los estándares de cotización de la SPAC, el periodo de tiempo para completar M&A, la proporción mínima de financiamiento a depositar en el Fideicomiso, la cantidad mínima de inversión por los accionistas fundadores y el equipo de administración, el mecanismo de protección del inversionista.

El resto de los países, pocos de ellos establecen normativas relacionadas con la SPAC, la mayoría se encuentra en proceso de reforma de su regulación o proponen regulaciones adaptando las normativas de los Estados Unidos a las normativas locales.

3.5.2. A nivel de España

Actualmente, no existe un marco legal específico ni reforma legal en España que hace referencia a las SPAC, pero la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se está llevando un proceso de estudio de posibles reformas de la ley de valores y propuestas regulatorias para facilitar la entrada de las SPAC.

El mes de mayo del 2021, el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital publicó un documento de consulta sobre las propuestas de regulaciones de SPAC, llamado “*el anteproyecto de ley del mercado de valores y de los servicios de inversión*”. Las propuestas recopiladas aún se encuentran en proceso de análisis y estudio, hasta la fecha actual no se ha publicado el documento de respuestas sobre el resultado final de la consulta.

Este anteproyecto recoge en su disposición final segunda una modificación de la *Ley de Sociedades de Capital*, introduciendo un nuevo capítulo (Capítulo VIII bis) en el título XIV de esta ley, que regula las sociedades anónimas cotizadas con propósito de adquisición. Entre otras cuestiones, el texto incluye la definición de la SPAC, la explicación de la inmovilización de los fondos obtenidos en la OPV de la SPAC y fija los mecanismos de reembolso para los accionistas.

El CNMV establece los criterios de supervisión para las SPAC en septiembre del 2021, mediante la publicación del Boletín trimestral del tercer trimestre. Estos criterios de supervisión que se deben tener en cuenta en las tres etapas de salida a Bolsa de las SPAC.

De cara a la salida a la Bolsa, es necesario elaborar y publicar un folleto sobre la SPAC, según el Boletín trimestral del tercer trimestre del 2021, el folleto debe incluir las siguientes informaciones:

i) los riesgos asociados a los conflictos de interés del sponsor; ii) su forma de remuneración; iii) su experiencia y los posibles compromisos de lock-up; asumidos al objeto de limitar durante un periodo de tiempo la venta de acciones de su titularidad; iv) el gobierno corporativo de la SPAC; v) la dilución que pueden experimentar los accionistas a raíz de la operación de adquisición de la entidad objeto y de la conversión en acciones ordinarias de las acciones titularidad del sponsor, así como del ejercicio de los warrants; vi) la inmovilización de los fondos aportados por los accionistas en la salida a bolsa y la remuneración de la cuenta en la que se depositarán e inmovilizarán dichos fondos; vii) los acuerdos societarios y las mayorías necesarias para la adquisición de la entidad objeto; viii) la forma de ejercicio del derecho de separación en el momento en que se apruebe la operación de integración con la entidad objeto; ix) el plazo que tiene la SPAC para la identificación y adquisición de la entidad objeto; x) la tipología de instrumentos financieros a emitir por la SPAC y las características diferenciales entre aquellos que son suscritos por los inversores y los suscritos por el sponsor; xi) las posibles necesidades de financiación que pudiera anticipar la SPAC que va a precisar de cara a la adquisición de la entidad objeto, o xii) la descripción del sector o la tipología de sociedades que podrían ser objeto de adquisición por la SPAC y los riesgos asociados a dichos sectores y sociedades.⁷

En la salida a bolsa de la SPAC, deberá asegurar la suficiencia del nivel de liquidez y difusión de las acciones de la sociedad. En general, dichos niveles se alcanzan con al menos 50 inversores y 50 millones de euros de capitalización, aunque estos parámetros no están fijados en ninguna normativa y, por lo tanto, será ajustable. Además, será necesario el cumplimiento del requisito legal de distribuir al menos el 25% del capital.

Tras la salida a bolsa, la SPAC, igual que cualquier otra empresa cotizada, deberá cumplir las obligaciones en materia de información y transparencia, en este caso incluye la publicación de información privilegiada.

Además, la sociedad deberá publicar un folleto en el momento de su fusión con la entidad objetivo. La elaboración del folleto será conforme a lo previsto en el *Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017*.

⁷ https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2021.pdf, BOLETÍN DE LA CNMV Trimestre III 2021

4. Comparación entre OPV y SPAC

4.1. OPV vs SPAC

En la tabla siguiente se resume la comparativa en los diferentes aspectos entre la cotización tradicional mediante la OPV y la cotización por fusión mediante SPAC.

Tabla 2. Comparativa entre la cotización por OPV y por SPAC

	OPV	SPAC
Estructura	<p>Oferta pública:</p> <p>La empresa emite nuevos valores, que son las acciones de su empresa, en una bolsa para que el público pueda realizar la compra y/o la venta de estas acciones.</p>	<p>Fusión inversa:</p> <p>SPAC recauda capital a través de una oferta pública inicial independiente, para facilitar la búsqueda de un candidato para la fusión, normalmente es una empresa operativa privada.</p> <p>Después de la fusión con SPAC, la empresa privada pasa a cotizar en el mercado.</p>
Preparación	<p>Mejorar el sistema de gestión, la reestructuración interna, preparar la Due diligence de informes de auditoría, financiera y legal, preparar documentos necesarios, realizar el Roadshow con los suscriptores y presentar solicitud a la bolsa de valores.</p>	<p>Cotización de SPAC, búsqueda y Due diligence de la empresa objetivo, firmar acuerdo de fusión, presentación de la empresa objetivo a los inversores de SPAC para aprobar la fusión, finalmente la fusión entre SPAC y la empresa.</p>
Término de transacción	<p>No negociación</p> <p>Si los inversionistas no se sienten cómodos con los términos de transacción de las acciones de la compañía, no hay posibilidad de negociación.</p>	<p>Negociación flexible</p> <p>Flexibilidad para negociar términos de trato más favorables, como inversión adicional a través de capital público, y el nombramiento de la junta directiva.</p>
Due diligence	<p>Sobre la empresa.</p>	<p>Sobre la SPAC, sus gestores y administradores, y el PIPE, algunas veces también sobre los inversores.</p>
Coste	<p>Amplio intervalo de costes directos e indirectos:</p> <p>Costes directos y un 5-7% de costes adicionales, incluyendo los gastos legales, de auditoría, de registro y administrativos.</p>	<p>Costos directos e indirectos más bajos:</p> <p>2 % de comisión de suscripción y 3,5 % de comisión de finalización.</p>

Valoración y fijación de precio	<p>Precios desconocidos:</p> <p>La valoración de la OPV puede ser volátil y llevar mucho tiempo a determinarla. El precio de las acciones depende completamente de las condiciones del mercado y el tiempo de cotización.</p>	<p>Precios conocidos:</p> <p>La valoración objetiva, es menos volátil y se conoce antes en el proceso. Ya que se puede fijar mediante negociación previa con el promotor de SPAC.</p>
Sinergias y apoyo a la gestión	<p>Las empresas deben contratar de forma independiente a profesionales con experiencia después de la cotización.</p>	<p>La empresa objetivo que se cotiza tras la fusión tienen acceso a los equipos de gestión y especialistas de la empresa SPAC.</p>
Valores que se emite	<p>Solo emite acciones.</p>	<p>La SPAC emite Unidades a los inversionistas, compuesto por una acción y una fracción de Warrant. Las acciones contenidas en las Unidades son de dos Clases según si es promotor (acción Clase B) o inversionista (acción Clase A).</p> <p>Las Unidades, las acciones y los Warrants son negociables por separado</p>
Tiempo	<p>No definido:</p> <p>El tiempo puede durar desde unos pocos meses hasta varios años, según las condiciones del mercado y la preparación de la organización.</p>	<p>Definido:</p> <p>Una vez que la SPAC tiene su candidata para la fusión, el proceso para llegar a la cotización de la empresa objetivo dura en general entre 3-4 meses. Aunque el ciclo de vida de SPAC está limitado entre 18 y 24 meses, si excede el tiempo se liquida la SPAC.</p>
Información Financiera	<p>La obligación de información y las adaptaciones disponibles difieren según las circunstancias específicas y el perfil del solicitante de registro.</p>	<p>Existen diferentes obligaciones legales de presentación de informes y, a veces, menos adaptaciones de presentación de informes financieros en el registro.</p>
Marketing	<p>Roadshow:</p> <p>Los suscriptores tantean el terreno para generar interés de los inversores.</p>	<p>No Roadshow:</p> <p>La comerciabilidad está determinada por el voto de los accionistas.</p>
Previsión financiera	<p>En el folleto informativo no incluye la previsión financiera.</p>	<p>Puede incluir previsiones financieras futuras en el folleto informativo, que se compartirá con inversores potenciales</p>

Fuente: elaboración propia

4.2. Ventajas e inconvenientes de la SPAC

El modelo SPAC puede proporcionar ventajas tanto a la empresa objetivo como a los inversores.

- Para la Empresa objetivo:

Menor tiempo y coste para la cotización:

Las fusiones inversas son casi siempre más baratas y rápidas que las OPV, y las SPAC tienen ventajas significativas sobre las fusiones inversas tradicionales. En una transacción de SPAC, los promotores ya han recaudado el capital o el fondo, por lo que generalmente no se requieren negociaciones con los suscriptores.

Ayuda de promotor profesional:

En una fusión de SPAC, el equipo de administración generalmente conserva al menos una persona clave del equipo de promotores para que actúe como asesor dentro de la empresa o en la junta directiva. Esto mitiga el riesgo de que la empresa no cumpla con los objetivos de los inversores después de cerrar acuerdos.

No necesita pasar por el proceso cumplimiento de requisitos para una OPV:

Dado que muchas empresas pequeñas pueden ser no calificadas para una OPV en el sentido tradicional, por lo tanto, SPAC es una buena opción para aquellas empresas que no cumple los requisitos, pero tienen un gran potencial de crecimiento.

Liquidez de la empresa SPAC:

A diferencia de la mayoría de las empresas ficticias “malas”, las SPAC generalmente tienen efectivo. En la mayoría de los casos, el efectivo en una SPAC típica será de menos de 5 millones de dólares, pero este dinero ayuda a generar una apreciación de capital inmediata y valor de SPAC para la empresa objetivo.

No hay problemas en la fusión de las dos estructuras:

Las SPAC no tendrán los problemas históricos dejados por el tradicional fusión inversa. En general, la empresa carcasa de la fusión inversa dejan de cotizar por un mal gestión de la empresa, de manera que, la empresa que se fusiona con ella para quedar con la posterior gestión y la cotización se enfrenta a solucionar primero los problemas como operaciones y deudas. Mientras que la SPAC es una empresa ficticia recién formada, con solo capital y sin negocios, por lo que puede centrar sus esfuerzos en encontrar objetivos de fusiones y adquisiciones adecuados.

- Para los Inversores:

Bajo umbral de inversión:

En general, SPAC emite Unidades, y cada unidad de inversión se suscribe por 10 dólares. En el caso de Europa, tomando como referencia la SPAC lanzada por el banco de inversión GP Bullhound con un importe de 10 euro la Unidad.

Riesgo a la baja (Down Risk) relativamente controlable, y alto potencial en rendimientos:

Los fondos recaudados por la cotización de SPAC deben depositarse en una cuenta de depósito en garantía (ganando una pequeña cantidad de interés antes de la fusión) para futuras transacciones de fusiones y adquisiciones y gastos relacionados.

Si la fusión no se completa dentro del límite de tiempo, el inversionista puede recuperar los fondos y los intereses, es decir, no tendrá un alto rendimiento de su inversión, pero se asegura un rendimiento superior a 0%. Sin embargo, un buen candidato de fusión aportará un potencial crecimiento, parece que vale la pena soportar el riesgo a la baja, ya que está bastante protegida.

Posible ganancia por las acciones y warrants:

Los inversores de SPAC pueden negociar sus acciones y warrant durante y después de la fase de transición mientras esperan que se fusione la SPAC con una buena empresa objetivo.

Después de que la SPAC anuncia el acuerdo de fusión, las acciones normalmente caen y vuelven al precio antes del anuncio de la fusión. De esta manera, el inversionista de SPAC puede vender sus acciones, evitar pérdidas vendiendo acciones al coste inicial y luego mantener las tenencias de Warrant, lo que aún podría generar buenos rendimientos si ejerce el warrant en la subida de precio.

Posibilidad de retirar la inversión:

A diferencia de un fondo de inversión, dónde los inversores entregan su aportación al fondo, y que el fondo sea gestionado por los gestores del fondo, y que son estos los que deciden la inversión. La SPAC permite a los inversores decidir ellos mismo la inversión.

Si deciden no seguir con su inversión pueden retirarse obteniendo el reembolso de sus fondos. Además, los inversores pueden votar sobre cualquier oportunidad que se presente como objetivo en una transacción de fusión inversa. En resumen, en una SPAC, quizás la mayor ventaja desde la perspectiva de un inversor es poder opinar (sí/no) en las decisiones de inversión.

Los principales inconvenientes o riesgos potenciales para los mercados financieros y los inversores son:

- Para los Mercados financieros:

Los requisitos regulatorios relativamente relajados para las SPAC significan que es más fácil brindar oportunidades para el fraude y la ocultación de información. Igual que el resto de las empresas que cotiza en mercado, SPAC también presenta su solicitud de registro al órgano regulador y supervisor (SEC en caso de EE.UU).

Pero, las OPV de las empresas no SPAC publican información más detallada, incluidos sus propios negocios, las condiciones del mercado de la industria y las reglamentaciones pertinentes.

Dado que SPAC en sí no tiene negocios, no hay divulgación de información en estos aspectos. En cuanto a la divulgación de los riesgos potenciales de la cotización, las explicaciones por parte de las SPAC son significativamente menor que las de las OPV generales.

- Para los Inversores:

Los inversores no saben nada sobre futuras adquisiciones cuando una SPAC se hace público.

Las SPAC no pueden apuntar a empresas que se adquirirán por adelantado, y el prospecto o folleto solo especificará la industria y la región de las empresas que pretenden completar la adquisición. Por lo tanto, los inversionistas no saben en qué compañías están invirtiendo hasta que votan los proyectos de fusiones y adquisiciones en las juntas de accionistas después de la oferta pública inicial. De esta forma, las SPAC también se conocen como "empresas de cheques en blanco" (blank check company).

Dificultad de encontrar una empresa objetivo y completar el proceso de fusión.

Una vez que la SPAC está cotizada, el siguiente paso es encontrar empresas no cotizadas adecuadas para fusiones y adquisiciones. Aunque la mayoría de las SPAC en el pasado pudieron completar fusiones y adquisiciones según lo programado, el aumento de SPAC en estos años (248 SPAC en 2020 y 613 SPAC en 2021) aumenta la necesidad de empresas objetivo, de manera producirá un desequilibrio en la oferta de empresa candidata y la demanda por parte de SPAC.

Además, debido a la característica de que los inversores de SPAC pueden canjear en cualquier momento, y los fondos relevantes deben retirarse de la cuenta de depósito en garantía. Como consecuencia, los fondos utilizados por las SPAC para fusiones y adquisiciones en el futuro pueden ser menores que cuando se cotizaron la SPAC, que se verá debilitada en cierta medida la capacidad de fusiones y adquisiciones de las SPAC.

Diferencia entre los retornos de la inversión de las SPAC, y la calidad del equipo directivo y los promotores de SPAC es clave de los resultados.

La opinión general en el mercado tiende a enfatizar los altos rendimientos potenciales de la inversión en SPAC, pero el rendimiento de la rentabilidad de los SPAC depende en gran medida de la calidad del equipo directivo y los promotores.

Michael Klausner y Emily Ruan de la Universidad de Stanford y Michael Ohlrogge de la Universidad de Nueva York estudiaron 47 SPAC con adquisiciones entre enero de 2019 y junio de 2020, dividiendo la muestra en dos grupos. Entre ellas, siempre que se cumpla una de las siguientes condiciones, se clasifica como un "SPAC de alta calidad":

- a) El promotor está asociado con una compañía de fondos con una escala de gestión de activos de más de 1 mil millones de dólares
- b) Los gerentes o promotores de SPAC son un expresidente o ejecutivo de una empresa Fortune 500⁸.

La investigación muestra que cuando las SPAC completan la adquisición, la muestra general y las SPAC que no son de alta calidad comienzan a experimentar rendimientos negativos después de 3 meses; sin embargo, las SPAC de alta calidad aún pueden mantener rendimientos positivos 6 meses después de la adquisición.

Los resultados se muestran en la tabla siguiente:

Tabla 3. Retorno de SPAC normales y de SPAC de alta calidad tras la fusión.

	Three-Month			Six-Month			Twelve-Month		
	All	HQ	Non-HQ	All	HQ	Non-HQ	All	HQ	Non-HQ
Mean Return	-2.9%	31.5%	-38.8%	-12.3%	15.8%	-37.6%	-34.9%	-6.0%	-57.3%
Median Return	-14.5%	-4.6%	-46.9%	-23.8%	-15.9%	-43.0%	-65.3%	-34.6%	-66.3%
Mean Return (Excess over IPO Index)	-13.1%	25.1%	-53.0%	-33.0%	0.4%	-63.1%	-47.1%	-11.8%	-74.6%
Median Return (Excess over IPO Index)	-32.8%	7.1%	-52.1%	-43.2%	-31.0%	-56.3%	-56.5%	-54.8%	-89.9%
Mean Return (Excess over Russell 2000)	-1.3%	37.5%	-41.9%	-10.9%	22.5%	-41.0%	-21.5%	9.7%	-45.7%
Median Return (Excess over Russell 2000)	-16.1%	16.9%	-47.2%	-17.5%	-2.4%	-57.0%	-44.9%	-36.3%	-55.0%
N SPACs	47	24	23	38	18	20	16	7	9

Fuente: A Sober Look at SPACs, Michael Klausner, Michael Ohlrogge and Emily Ruan,2020⁹

⁸ Fortune 500 se refiere al ranking de las 500 empresas más grandes de los Estados Unidos realizada anualmente por la revista estadounidense "Fortune", en función de la facturación de la empresa.

⁹ https://ccgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/klausnerohlroggeruanfinal.pdf, Michael Klausner, Michael Ohlrogge and Emily Ruan,2020, A Sober Look at SPACs

5. CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIÓN

5.1. Conclusión del estudio

Basando en los resultados del estudio se extrae las siguientes conclusiones:

- 1. La SPAC es una alternativa de cotización interesante y útil que dinamiza el mercado de valores, que resulta aplicable en el ámbito español.**

Para las empresas objetivo, el umbral de la cotización mediante las fusiones y adquisiciones de SPAC es bajo y no existen requisitos rígidos sobre la rentabilidad actual de la empresa, ya que se centra en el crecimiento futuro y el potencial de desarrollo de la empresa objetivo.

La tasa de éxito de las fusiones y adquisiciones de SPAC es alta, el tiempo es corto y el coste es bajo. La empresa objetivo solo necesita completar la transacción de fusión y adquisición con la empresa SPAC para lograr el financiamiento y la cotización.

En comparación con la cotización tradicional mediante OPV, la cotización por la fusión y adquisición con la SPAC evita enfrentar varios factores de incertidumbre (riesgos de incertidumbre debido a que el proceso de cotización tradicional toma un tiempo largo), y ahorra los costes relacionados en el proceso de cotización.

La SPAC tiene la cantidad de financiación ya determinada, recaudada con anterioridad a la fusión, y puede haber una colocación privada antes de la fusión. Y los fondos recaudados se depositan en una cuenta de tercero o Fideicomiso. Después de completar la fusión, los fondos en la cuenta del fideicomiso se utilizarán para pagar el valor de la empresa objetivo, es decir, efectuar la compra de la empresa objetivo.

La SPAC es una empresa carcasa formada por efectivo especialmente empleada para fusiones y adquisiciones, lo cual la empresa objetivo no tiene que pagar costes de la carcasa, no hay riesgo de mala gestión, de precio de acciones muy bajo, en procedimientos legales, de incumplimiento de deuda ni otros riesgos o problemas.

En cuanto el marco regulatorio en el ámbito de España, la única referencia oficial es el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, que estudia la posibilidad de incluir ciertas regulaciones a la Ley de Sociedades de Capital. Además, la CNMV ya ha establecido los criterios de Supervisión basando en la regulación existente actualmente.

En conclusión, aunque las SPAC tiene sus ventajas y desventajas, siguen siendo una alternativa de cotización adecuada y aplicable en el mercado de valores español.

2. La fusión y la cotización de las SPAC lleva a una mayor división del trabajo en el mercado financiero.

En primer lugar, desde la perspectiva del mercado de capitales, el modelo de fusión y cotización de SPAC es una herramienta de innovación financiera especial en el mercado de capitales de los Estados Unidos. Su importancia no es únicamente proporcionar un nuevo modelo de financiación y cotización para las PYMES, lo más importante de él es que el modo de operación de la cotización por la SPAC proporciona esencialmente a los administradores profesionales de activos un espacio más amplio de actuación y amplió aún más la connotación de activa gestión del mercado secundario.

Cuando hay un exceso de capital en el mercado secundario y con falta de activos de valor y activos de crecimiento con precios razonables, las SPAC actuarán como administradores profesionales de activos, y pueden acudir proactivamente al mercado primario para encontrar activos de alta calidad, en lugar de limitarse a invertir en sociedades existentes ya cotizadas, por lo que la iniciativa y la motivación de los gestores de activos se verá más potenciada.

En segundo lugar, desde la perspectiva de las Bolsas de valores, la cotización por la SPAC es otra estrategia de financiación, además de la financiación tradicional de cotización por OPV. De manera que las Bolsas pueden vincular indirectamente a excelentes administradores de activos mediante la cotización de SPAC, fijando así las posibles empresas objetivo de adquisición de SPAC, mejorando continuamente la función de financiación de la Bolsa y la actividad de las transacciones bursátiles.

Los términos flexibles de cotización de la Bolsa de valores para las SPAC y la protección de los pequeños y medianos inversionistas aumentan el atractivo de las SPAC y reuniendo continuamente administradores de activos profesionales en el mercado para mejorar la flexibilidad y la apertura del mercado de capital.

Basando en los puntos anteriores, las SPAC han ampliado el espacio para la gestión activa por parte de administradores de activos profesionales, enriquecido los canales para la recaudación de fondos en las bolsas de valores (un mayor subdivisión de canales de recaudación), mejorado la función de recaudación de fondos de las Bolsas de valores e impulsado una mayor división del trabajo en el mercado financiero.

5.2. Recomendaciones

La cotización de SPAC proporciona un método de cotización conveniente para que las pequeñas y medianas empresas incorporen al mercado de valores, y también proporciona una nueva inspiración en reformar el mercado de capitales español. Lo cual, España debería acoger y explorar activamente el mecanismo de transacción de M&A de la SPAC, y al mismo tiempo distinguir los riesgos y oportunidades con una actitud cautelosa, y analizarlo con objetividad y racionalidad.

Por lo tanto, con base en la investigación de texto completo, se presenta las recomendaciones y sugerencias relevantes para las Bolsas de Valores, las empresas, y los inversionistas.

Las Bolsas de Valores y el organismo de supervisión

Activa investigación y exploración por parte de las Bolsas de Valores y el organismo de supervisión (la CNMV) para la introducción del mecanismo de cotización por la SPAC.

En primer lugar, formular o revisar las leyes y reglamentos nacionales pertinentes, brindar apoyo normativo a las entidades nacionales para que establezcan o participen en fusiones y adquisiciones de SPAC, y brinden la mayor comodidad posible mientras que se estandariza la supervisión.

En segundo lugar, estudien activamente el mecanismo de cotización de SPAC, analicen profundamente el sistema de cotización de SPAC, comprendan completamente las ventajas, desventajas y posibles riesgos de las SPAC, aprendan de la experiencia madura de las bolsas de valores extranjeras y exploran activamente la manera de adaptar el mecanismo de negociación a nivel nacional.

Las empresas (PYMES)

En primer lugar, se sugiere que las pequeñas y medianas empresas nacionales que estén dispuestas a cotizar en bolsa para obtener financiamiento presten atención activamente al nuevo modelo de cotización de SPAC y dar importancia al canal de financiamiento de las fusiones y adquisiciones de SPAC.

En segundo lugar, cuando observamos desde la perspectiva de la empresa objetivo, podemos encontrar que, si bien SPAC tiene ventajas únicas, todavía tiene ciertas limitaciones. Por lo tanto, al elegir una ruta de cotización mediante SPAC, las empresas deben comprender sus ventajas y desventajas, considerar la rentabilidad que podrían tener y tomar decisiones prudentes con la ayuda de profesionales.

Cuando las PYMES eligen el modelo de cotización mediante SPAC para obtener financiamiento, se recomienda que presten atención a los siguientes puntos:

- Primero, antes de optar por cotizar en bolsa a través del modelo SPAC, las empresas deben sopesar los riesgos de cumplimiento legal, el gobierno corporativo y los requisitos de divulgación de información que pueden enfrentar, y determinar si pueden superar estos desafíos.
- Segundo, seleccionar un equipo de abogados y auditores profesionales para ayudar a la empresa en cumplir los requisitos y asegurar la calidad y eficiencia del progreso de todos los asuntos para la cotización
- Por último, al buscar una empresa SPAC adecuada, los antecedentes sociales, los recursos de la industria y el profesionalismo del equipo de Promotores (Sponsor Team) de la SPAC deben ser las consideraciones más importantes.

Los inversionistas

Los inversores deben tratar las nuevas oportunidades de inversión de las SPAC de manera racional.

En vista de que el sistema de protección de los inversores establecido en la inversión SPAC es relativamente completo, como por ejemplo el mecanismo de garantía de fondos (Fideicomiso), el mecanismo de liquidación de SPAC, el mecanismo de derechos de voto, etc., teóricamente hablando, la inversión en SPAC es una inversión de bajo riesgo con riesgos controlables para los inversores, y además, los Warrants emitidos por SPAC brindan a los inversores una expectativa de obtener un alto beneficio, por lo que se recomienda a los inversores que acepten activamente en la inversión en empresas que cotizan en SPAC con una mente abierta.

Pero al mismo tiempo, los inversores deben estudiar seriamente el conocimiento profesional relacionado con la inversión en SPAC y también comprender que las oportunidades de SPAC van acompañadas de riesgos.

Por lo tanto, los inversores no deben realizar inversiones a ciegas solo porque la inversión en SPAC está de moda, deben evaluar su propia tolerancia al riesgo antes de invertir, tratar con racionalidad la inversión en SPAC y ser un inversor racional.

6. BIBLIOGRAFÍA

- BME Growth (2020). *Circular 1/2020 Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity*.
- BME Growth (2020). *Circular 3/2020 Información a suministrar por empresas incorporadas a negociación en el segmento BME Growth de BME MTF Equity*.
- BME Growth (2020). *Guía informativa para sociedades emisoras en BME Growth*.
- Coates John C. (2022). *SPAC Law and Myths. Harvard Law School*
- Chen. James (2021) What is a SPAC?.
<https://www.chase.com/personal/investments/learning-and-insights/article/what-is-a-spac>
- Cheung Annie (2021). Analysis of Features, Risks, and Implications for SPAC. *BOC Economic Review Monthly*, March, 2021.
- CNMV (2021). *Boletín de la CNMV Trimestre III 2021*
- Cumming. Douglas, Lars HelgeHaß, Denis Schweizer (2014). The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs. *Journal of Banking & Finance* 47, 198-213.
- Díaz. Miguel Ángel (2021) ¿Qué son las SPACs? Conoce su evolución histórica y aspectos clave. <https://www.afiescueladefinanzas.es/que-son-las-spacs-vehiculo-de-inversion>
- FINRA. Guidance on Special Purpose Acquisition Companies.
<https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54> (Consultado el 13 de Abril del 2022)
- Furió. Elisabet (2018) Salidas a Bolsa: una estrategia de crecimiento para las empresas.
<https://www.bbva.com/es/salidas-bolsa-estrategia-crecimiento-empresas/>
- Gobierno de España (2021). *Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión y Reales Decretos de desarrollo*
- Gobierno de España (2015). *Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*.
- Gobierno de España (2017). *Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores*.
- Gobierno de España (2005). *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.

HKEX (2021). *Consultation Conclusions. Special Purpose Acquisition Companies*

Klausner Michael, Michael and Emily Ruan (2021). A Sober Look at SPACs. *Yale Journal on Regulation* 39. Issue 1

Lamont. Duncan (2021) Los pros, los contras y los incentivos detrás de la locura por las SPAC que arrasa en los mercados. <https://www.schroders.com/es/es/inversores-particulares/vision-de-mercado/informes-de-mercado/los-pros-los-contras-y-los-incentivos-detras-de-la-locura-por-las-spac-que-arrasa-en-los-mercados/>

Layne. Ramey and Brenda Lenahan, Vinson & Elkins LLP (2018) Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>

Nair. Deepthi (2022). UAE securities regulator approves GCC's first Spac regulatory framework. <https://www.thenationalnews.com/business/markets/2022/01/24/uae-securities-regulator-approves-gccs-first-spac-regulatory-framework/>

Romeu. José Luis (2021) Las SPAC en el mercado español. <https://revistas.eleconomista.es/capital-privado/2021/febrero/las-spac-en-el-mercado-espanol-IB6506486>

Sanz Álvarez. Javier (2020) La salida a bolsa de una compañía. <https://www.finect.com/usuario/NinetyNine/articulos/salida-bolsa-compania>

SGX (2021). *Responses to Comments on Consultation Paper. Proposed Listing Framework for Special Purpose Acquisition Companies*

SPAC China (2019). SPAC 赴美上市和 IPO 赴美上市流程对比 (traducción en español: Comparativa entre los procesos de cotización SPAC y IPO en los Estados Unidos). <http://spacchina.com/nr.jsp?mid=12&groupId=6>

Tapia Hermida Alberto J. (2015). *Manual de Derecho del Mercado Financiero*. Iustel. Madrid (España)

Turak. Natasha (2022) UAE approves first SPAC framework in the Gulf region. <https://www.cnbc.com/2022/01/25/uae-approves-first-spac-framework-in-the-gulf-region-.html>