



REVISTA LEX MERCATORIA  
ISSN 2445-0936



Vol. 19, 2022. Artículo 2  
DOI: 10.21134/lex.vi19.1664

# SPACS: UNA PERSPECTIVA PRÁCTICA

## *SPACS: A PRACTICAL PERSPECTIVE*

---

**Jose Antonio Sánchez-Dafos**

Socio del departamento de Corporate de Latham & Watkins

**Celia Vega-Penichet García**

Asociada del departamento de Corporate de Latham & Watkins

## Resumen

Con más capital disponible que nunca para llevar a cabo inversiones y con los tipos de interés más bajos de los últimos tiempos, los inversores han optado por instrumentos no convencionales que permitan alcanzar una rentabilidad superior a la que se pueda encontrar en los activos financieros más tradicionales.

## Abstract

With more capital available for investment than ever before and interest rates at their lowest levels in recent times, investors have turned to unconventional instruments to achieve a higher return than can be found in more traditional financial assets.

## Palabras clave

rentabilidad, bolsa, sponsors, inversión, escrow.

## Key words

profitability, stock exchange, sponsors, investment, escrow

## Sumario

I. El origen de las SPACs. II. La vida de una SPAC. III. La carta de intenciones. IV. El business combination agreement. V. El cierre de la operación, y el de-SPACing. BIBLIOGRAFÍA

## I. El origen de las SPACs

En este contexto, las operaciones de de-SPACing proporcionan una vía alternativa a la tradicional salida a bolsa, las cuales, en condiciones de mercado adecuadas, pueden ofrecer una gran rentabilidad tanto para los llamados *sponsors* de las SPACs como para los inversores en dichas empresas.

Las SPACs (*Special Purpose Acquisition Companies*- sociedades cotizadas con propósito para la adquisición) se definen como sociedades de capital que cotizan en un mercado regulado y que cuentan con un capital bloqueado en una cuenta *escrow*, cuyo único fin es adquirir una sociedad tercera en un plazo máximo de, por lo general, dos años. Las SPACs son constituidas por un equipo de dirección experto en un sector o industria, cuya única función durante la vida de la SPAC es la búsqueda de potenciales sociedades target para llevar a cabo el de-SPACing o combinación de negocio. Asimismo, es común que, de forma simultánea al de-SPACing, la SPAC y la sociedad target negocien con inversores privados e/o institucionales la posibilidad de llevar a cabo una financiación adicional a

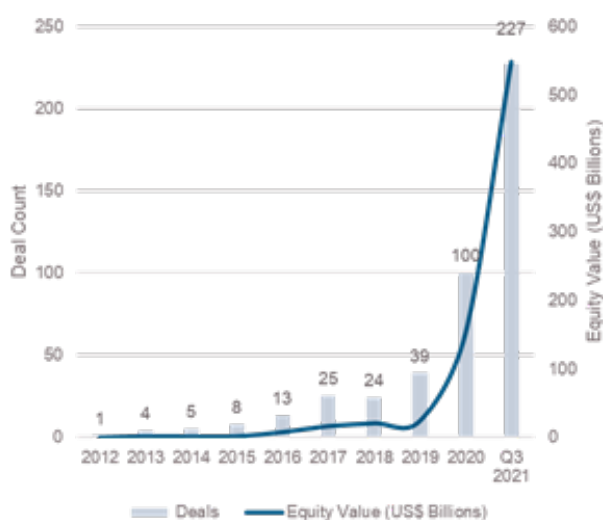
través de un proceso de inversión privada en la sociedad resultante cotizada (*Private Investment in Public Equity* o PIPE)

Desde 2020, las SPACs y los procesos de de-SPACing han sido el centro de atención de fondos de capital riesgo y empresas privadas como una forma alternativa para llevar a cabo operaciones de inversión y permitir el acceso a los mercados de capital a sociedades que, de otra manera, no cumplirían con los requisitos mínimos de acceso exigidos por los mercados regulados. Sólo en el tercer trimestre de 2021, se anunciaron 227 combinaciones de negocios con SPACs, por un valor agregado de 548.000 millones de dólares, lo que supone tres veces el valor agregado de todas las combinaciones de negocio anunciadas en el año 2020.

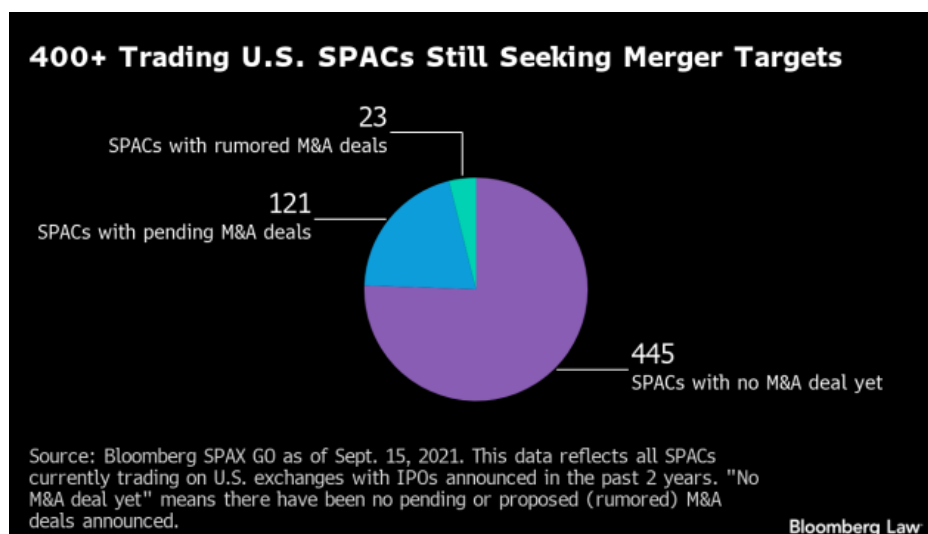
Asimismo, a 15 de septiembre de 2021 existían más de 400 SPACs buscando una potencial target.

Sin perjuicio de lo anterior, las SPACs no son un fenómeno reciente pues aparecieron por primera vez en Estados Unidos durante los años 80 bajo el concepto de *blank-check corporations* (o sociedades de cheque en blanco). Estas *blank-check corporations* no estaban sometidas a regulación alguna y, en consecuencia, fueron el foco de determinadas actividades fraudulentas, lo que supuso el declive de su popularidad, hasta que, a principios de los años 90, el Congreso de Estados Unidos decidió iniciar su regulación.

El resurgir de las SPACs durante el año 2020 obedeció a cuatro factores principales: (i) la existencia de un marco regulatorio sencillo y flexible que facilitó la estandarización del proceso de salida a bolsa de SPACs; (ii) el exceso de capital privado disponible para inversión buscando una rentabilidad superior a la ofrecida por activos financieros más tradicionales; (iii) el auge de sociedades en



1- Fuente: Deal Point Data, Q3 2021



busca de financiación para llevar a cabo sus planes de expansión; y (iv) la mayor credibilidad de los equipos fundadores o *sponsors* de las SPACs.

La estructura de la SPAC, como instrumento híbrido de inversión, permite alcanzar un equilibrio entre la protección a los inversores de la sociedad cotizada y un canal para llevar a cabo una operación de M&A ágil, que permite financiar, de forma más eficiente que una salida a bolsa directa, los objetivos de crecimiento de una sociedad. Sin embargo, dicha naturaleza híbrida implica que el proceso sea complejo y requiera la participación de varios actores.

## II. La vida de una SPAC

El proceso comienza con la salida a bolsa de la SPAC, el cual no se diferencia sustancialmente de una salida a bolsa ordinaria, si bien al tratarse de una empresa sin actividad, con un único activo consistente en los fondos depositados en la cuenta *escrow*, simplifica de forma fundamental la complejidad de los documentos de emisión. El proceso de salida a bolsa de la SPAC tiene una duración de alrededor 8 meses (todo ello sujeto a posibles requisitos adicionales atendiendo a la regulación aplicable en la jurisdicción en la que di-

cha sociedad quiera cotizar) donde principalmente se determina el tamaño de la SPAC, los términos y condiciones en los que los socios fundadores participarán en la SPAC, los criterios de inversión de la SPAC y las negociaciones con los agentes colocadores en la salida a bolsa. Así las cosas y aunque los mercados regulados estadounidenses siguen prevaleciendo, se observa una tendencia positiva en el número de SPACs cotizando en los mercados regulados europeos, como Euronext. En España, si bien es cierto que está en curso el Anteproyecto de reforma de la Ley del Mercado de Valores que introducirá, de forma expresa, el concepto de SPAC, el ordenamiento jurídico actual, contando con la previa consulta de la CNMV, podría ser suficiente para llevar a cabo la salida a bolsa de SPACs en España.

El segundo paso necesario, por tratarse del objeto único de la SPAC, es la búsqueda de una target para la posterior combinación de negocio con ella. El proceso de de-SPACing suele tener una duración de 6 meses y puede iniciarse de varias formas, ya sea por la SPAC o por la propia empresa que quiere llevar a cabo la combinación de negocio mediante un proceso competitivo.

En España hemos observado de forma más ha-

bitual el segundo supuesto, por lo que nos centraremos en él.

### III. La carta de intenciones

La sociedad interesada en salir a bolsa mediante un proceso de de-SPACing comienza con el asesoramiento de un banco de inversión. Por lo general, dado el carácter híbrido entre una operación de M&A y una salida a bolsa, suele tratarse de bancos grandes que cuentan también con equipos expertos en mercados de capitales. Desde un momento prácticamente inicial, los bancos de inversión buscan el apoyo legal de un despacho de abogados para fijar los términos centrales de la operación en una carta de intenciones (o *letter of intent*) que se pondrá a disposición de las SPACs que acudan al proceso de subasta.

La *letter of intent* tiene dos funciones básicas: (i) demostrar que el proceso está estructurado y que supondrá que las SPACs deberán ser competitivas; y (ii) transmitir a las SPACs los principios básicos sobre los que versará la negociación, dejando claro que la sociedad es conocedora de las tendencias de mercado actuales.

Los términos sobre los que se centra la *letter of intent* incluyen la determinación del valor de la sociedad, por lo general, centrado en el concepto de equity value y requiriendo a la SPAC que determine la forma de cálculo del *equity bridge*, en particular, de cómo la caja y la deuda se factorizarán en el precio para llegar al *enterprise value*. Por lo general, el valor de la sociedad suele ser uno de los puntos de negociación más importantes pues tiene una implicación directa en la dilución de los socios de la target en la sociedad resultante de la operación.

Otro punto relevante en las negociaciones ver-

sa sobre si alguno de los socios actuales de la sociedad *target* venderán su participación con cargo al *escrow* de la SPAC (compras secundarias). Por lo general, el mercado no ha visto con buenos ojos que salgan cantidades significativas de efectivo de la sociedad pública resultante del de-SPACing a los socios de la sociedad, en gran medida fundamentado en la idea de que el dinero del *escrow* tiene como único fin el financiar el crecimiento rápido de la target y de disminuir el riesgo de su plan estratégico. Lo anterior, si es aceptado por la SPAC, implicará la imposición de periodos de bloqueo (periodos durante los cuales los socios actuales no podrán vender sus acciones en el mercado) más largo una vez completada la operación de combinación de negocios.

El tamaño de la SPAC y del PIPE es también uno de los aspectos más negociados. Dos cuestiones que solemos tratar de resolver en este punto son (i) en relación con la SPAC, la negociación de una “condición mínima de efectivo” en la cuenta *escrow*, de forma que la sociedad target no quede obligada a cerrar la operación si no reciben de la cuenta *escrow* de la SPAC y del PIPE, en su conjunto, una cantidad mínima determinada, a pesar de que se produzcan los denominados *redemption* y que implican la recompra de las acciones de los socios de la SPAC que hayan votado en contra de la operación por \$10 por acción mediante la amortización de las mismas en la junta general de la SPAC que aprueba la operación; y (ii) la captación de capital adicional en relación con la salida a bolsa, en lo que llamamos el PIPE.

Por último, los términos que regularán la toma de decisiones en la sociedad resultante de la operación suelen estar determinados por lo que se denomina un *high vote structure*. Esta estructura de voto se instrumenta a través de una proporción 1 a 10 mediante la cual los fundadores de la sociedad

tienen, por lo general, 10 votos por cada acción de la sociedad resultante, mientras que los demás socios ostentan un voto por acción. La estructura anterior suele decaer al finalizar un plazo acordado entre las partes y puede no ser precisa en situaciones en que los fundadores mantendrá la mayoría del capital tras la combinación de negocios.

#### IV. El *business combination agreement*

Con la firma del *letter of intent* empieza un periodo de exclusividad con la SPAC elegida durante el cual la due diligence se finaliza y comienza la negociación del contrato de combinación de negocio o *business combination agreement* en el que se desarrollarán los términos acordados en el *letter of intent* y se fijarán los términos particulares de la combinación de negocio en función de la estructura elegida. La estructura depende de diferentes factores y está influenciada en gran medida por el impacto fiscal para la sociedad, la SPAC y sus socios y por la flexibilidad que garantice la jurisdicción deseada en aspectos de gobierno corporativo. Asimismo, durante la negociación del *business combination agreement*, las partes empiezan a buscar potenciales inversores PIPE que, a su vez, dan certeza al éxito de la operación pues, como se indicó anteriormente, el capital aportado por los inversores PIPE se computa en la “condición mínima de efectivo” necesaria para el cierre de la operación.

Por lo general el *business combination agreement* incluye los pasos estructurales y/o societarios necesarios para la combinación de negocio y que suelen ocurrir antes y durante el cierre, un conjunto de condiciones suspensivas a las que estará sujeto el cierre y otro de manifestaciones y garantías otorgado por la sociedad target. En cuanto a las condiciones suspensivas, además de

la condición necesaria de la aprobación de la operación por parte de la junta general de la SPAC, las operaciones que hemos visto en el despacho vienen determinadas, principalmente, por el régimen de inversiones extranjeras en España y por el régimen de control de concentraciones, pero pueden existir otras en función del marco regulatorio concreto que aplique a la sociedad en cuestión.

#### V. El cierre de la operación, y el de-SPACing

Con la firma del *business combination agreement* y los contratos de suscripción con los inversores PIPE, los abogados empezamos a trabajar en el *proxy statement* o folleto, que se enviará a los socios de la SPAC para que puedan tomar una decisión informada en la junta general de socios de la SPAC. Esta preparación incluye conversaciones con la *Securities and Exchange Commission* o SEC de Estados Unidos que, por lo general, se negociará durante un periodo de dos meses durante el cual la SEC dará comentarios y requerirá información adicional para completar el *proxy statement*.

En cuanto al PIPE, los inversores institucionales además de poder llevar a cabo una due diligence de target, aunque muchas veces limitada por la información no pública, tienen acceso a una ventaja fundamental, las acciones que ellos suscriban no estarán sujetas al mismo periodo de bloqueo de los socios de target y de la SPAC (que puede oscilar de 12 a 18 meses generalmente), sino a un periodo más breve hasta el registro del denominado *Registration Statement* en el que tendrán la libertad de incluir el número de acciones que están interesados en vender.

Una vez cumplidas las condiciones suspensivas, incluyendo la aprobación por parte de la junta general de la SPAC, y la “condición mínima de efecti-

vo”, las partes proceden al cierre de la operación, culminando en la cotización de las acciones de la sociedad resultante de la combinación de negocio en el mercado regulado relevante (con lo que se produce el de-SPACing momento en que la SPAC deja de cotizar como tal y es la sociedad target la que lo hace en su lugar o combinada con ella). La foto final de este tipo de operaciones implica que los socios iniciales de la sociedad target ostentan en su conjunto una mayoría sustancial del capital social, mientras que los inversores de la SPAC, junto con los inversores PIPE, ostentarán porcentajes minoritarios.

Lo anterior es un breve resumen que ilustra, a grandes rasgos, los principales términos de las operaciones de de-SPACing y los actores que solemos encontrar.

Sin duda veremos más operaciones de de-SPACing con sociedades españolas en los próximos meses gracias al creciente número de sociedades, en particular start-ups, en nuestro país que ostentan un tamaño considerable y que podrán beneficiarse de esta forma de financiación y también veremos cómo inversores españoles optan por iniciarse en el mundo de las SPACs a través del PIPE.

## BIBLIOGRAFÍA

JEBENS, P., SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES(SPACS). VDM Verlag. 2010.

VATSAL GARG, SPAC: SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY. 2021.

FERNÁNDEZ TORRES, I. “Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español” en Revista de Derecho Bancario y Bursátil num.163/2021. Editorial Aranzadi, S.A.U.