

¡SPAC!

ENGANCHARSE O NO AL NUEVO INVENTO BURSÁTIL



● Las SPAC viven un auténtico boom en los Estados Unidos y empiezan a popularizarse en Europa

● La CNMV y los bancos españoles preparan el terreno para las primeras operaciones de este tipo en España

La Bolsa de Madrid está perdiendo peso. El número de compañías cotizadas en España ha caído dramáticamente desde 2015, cuando había más de 3.600 sociedades listadas en el país, hasta las 2.700 que actualmente se encuentran en esta situación; mientras que su capitalización se ha desplomado desde los 1,8 billones de 2007 hasta los 948.000 millones de euros actuales, según datos de BME y el Banco Mundial.

A esta situación se une la circunstancia de que cada vez hay menos apetito por estrenarse en bolsa como prueba el hecho de que, en los últimos dos años, Soltec ha sido el único bautizo de cierta relevancia. La burocracia y los elevados costes de una salida bursátil han empujado a las compañías a brazos del capital privado, que es una manera menos farragosa de obtener financiación y que evita el «engorro» de someter la gestión al escrutinio público y a la «jaula de grillos» que supone la junta general de accionistas de una cotizada.

En este contexto, España ha visto en la fiebre de las SPAC un asidero al que agarrarse para frenar la pérdida de relevancia, como ya han hecho otras plazas financieras, desde Wall Street a Ámsterdam, en un intento de parar el avance del capital privado. Y, por eso, las instituciones españolas están haciendo todo lo posible para facilitar el despegue de esta modalidad de salida a bolsa inédita en España.

El propio presidente de la CNMV, Rodrigo Buenaventura, hizo una declaración bien clara en este sentido hace algunas semanas durante la presentación del plan de actividades del organismo para 2021: «La CNMV está dispuesta y preparada para comenzar a tramitar y analizar ya a fondo los proyectos ultimados (de SPAC) que se nos puedan presentar en las próximas semanas. Hemos adoptado ya criterios de supervisión para este tipo de operaciones que nos permitan dar respuestas ágiles al sector cuan-

do estas operaciones comiencen a llegar. Por nosotros no va a quedar que proyectos de este tipo puedan facilitar la salida de empresas productivas a bolsa mediante estos mecanismos».

Pero, ¿qué son las SPAC? Básicamente, se trata de compañías sin operaciones previas (una carcasa vacía) que salen a cotizar para obtener fondos en el mercado primario con el propósito de llenarse de contenido a través de la fusión con otra empresa operativa (que sí tiene actividad) dentro de un plazo que va desde los 18 a los 24 meses.

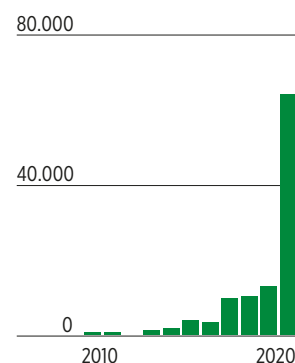
Para la empresa operativa es una forma de estrenarse en bolsa más barata y rápida, que no está sujeta a las incertidumbres del mercado propias de una OPV —como las ventanas o los precios de colocación—, debido a que la compañía con la que se fusiona ya está listada. Asimismo, supone una tranquilidad para esas compañías el saber que cuentan con un grupo de inversores ya alineados y que todo el proceso va a estar gestionado por un equipo con experiencia en la materia (el de la SPAC).

Sin modificar la ley

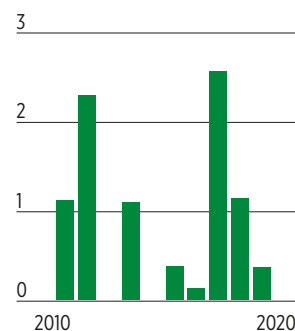
Al igual que la CNMV, los expertos en leyes también creen que este tipo de operaciones son posibles en España sin necesidad de modificar el marco legislativo actual, pues la normativa está armonizada a nivel europeo y otros supervisores dentro de la UE ya han registrado folletos de este tipo en plazas como Ámsterdam.

«Se pueden hacer operaciones de SPAC y no es necesario pensar en estructuras transfronterizas artificiales que, sin embargo, podrían tener más complejidad desde el punto de vista mercantil e, incluso, de opas. Aunque es verdad que algún retoque podría favorecer un encaje más fiel del modelo de los Estados Unidos, que es el que se está intentando copiar, sin esos retoques esas operaciones se podrían llevar a cabo

● El volumen está en máximos en los EEUU



Despegando en Europa



EN MILLONES DE DÓLARES.
FUENTE: REFINITIV



◀ **VARSAVSKY OPTA POR WALL STREET:** El empresario Martin Varsavsky lanzó recientemente una SPAC en Wall Street con una valoración inicial de 250 millones de dólares para invertir en el área de la movilidad y, en concreto, dentro de la conducción autónoma, los vehículos eléctricos, los coches conectados y los servicios de movilidad. La SPAC se llama Levere Holdings y busca fusionarse con una compañía del ramo de EMEA o con fuerte presencia en la región.

igualmente», explica Leticia Comin, socia del departamento de mercantil de Garrigues y antigua jefa de gabinete de Sebastián Albella, predecesor de Buenaventura al frente de la CNMV.

De hecho, en España ya se han dado proyectos de cheque en blanco o cajas vacías en el pasado, aunque no se tratara de SPAC propiamente dichas. Ese fue el caso de Árima Real Estate, una socimi del mercado continuo que salió a bolsa en 2018 sin inmuebles en cartera, con la experiencia de sus gestores como único aval (entre ellos, Alfonso López de Herrera-Oria, el consejero delegado de Axiare hasta la opa de Colonial). «En ese momento, a la CNMV no se le plantearon especiales problemas por el hecho de que la compañía fuera un blind pool (no tuviera activos)», argumenta Comin.

El problema del marco legal

Si bien es cierto que esos retoques darían mayor certidumbre a los inversores y a las compañías involucradas, motivo por el que Javier Amo, director del máster en bolsa y mercados financieros del IEB, pide al Ministerio de Economía que los ponga en marcha cuanto antes. «Se pueden obviar pero es mejor hacer las cosas bien», dice.

Fernando Zunzunegui, socio fundador de Zunzunegui abogados, está de acuerdo: «Las SPAC tienen encaje en el ordenamiento pero son operaciones complejas de alto

riesgo. La CNMV debería aprobar una guía técnica para regularlas y ofrecer, a través de esta guía, un puerto seguro a los promotores y una protección mínima a los inversores».

En concreto, lo ideal sería realizar algunas modificaciones para garantizar el derecho de reembolso del capital invertido (en el modelo estadounidense, los ahorradores pueden solicitar la devolución del capital invertido una vez anunciada la fusión y con independencia de si votan a favor o en contra de la misma); así como para eliminar la obligación de lanzar una opa sobre el 100 por cien de la compañía cuando se alcance un capital igual o superior al 30 por ciento como resultado de la fusión de la SPAC con la sociedad target («un contrasentido» en el caso de este tipo de operaciones, según Comin).

Limar estos obstáculos serviría para que alguna compañía se anime a dar el primer paso y para que otras sigan su ejemplo.

En la banca de inversión de Santander ya se están preparando para ello, con el objetivo de introducirse en un jugoso negocio en el que se llevan el gato al agua los grandes bancos de inversión como Citi y Goldman Sachs. Para ello, cuentan con un equipo de profesionales orientados a esta área de negocio que ya trabaja en potenciales proyectos. En concreto, el Santander calcula que existen unos 10 planes que podrían fructificar. Por su parte, Amo opina ►

● **Algunos expertos advierten de que se trata de vehículos de alto riesgo para el inversor particular**

◀ que en los próximos años podríamos ver algo parecido a lo que ocurrió cuando se importaron los REIT (real estate investment trusts) anglosajones, que en España recibieron el nombre de socimi. Desde entonces, se han creado casi un centenar de vehículos inmobiliarios de este tipo, que controlan activos por 50.000 millones de euros.

En todo caso, no todos los participantes del mercado comparten el optimismo de la CNMV y el Santander en cuanto a la posibilidad de un relativo boom de SPAC en España.

Más bien al contrario, algunos expertos creen que será difícil igualar el atractivo que suponen otros mercados con mayor visibilidad para lanzar estos special purpose acquisition company (SPAC).

Uno de ellos es Daniel Galván, responsable de desarrollo de negocio de GBS Finance, compañía especializada en banca de inversión. «Lo que estamos oyendo en el sector es que hay interés en España por lanzar SPAC pero las personas interesadas piensan que van a tener más éxito en un mercado que vaya más adelantado en la comercialización de ese tipo de producto. Y ese mercado, a día de hoy, es los Estados Unidos. Europa recupera terreno de manera que Ámsterdam (la plaza preferida en el continente), París y Fráncfort ya han tenido diversas SPAC.

España, en cambio, va rezagada, al igual que la City de Londres, donde ya anuncian que modificarán la normativa para poder ser competitivos».

Y la realidad así lo demuestra pues, aunque la CNMV defiende que las SPAC ya son posibles en España, lo cierto es que los inversores que se han aventurado por este camino lo han hecho «emigrando» a otras plazas financieras.

Ahí está el caso del empresario argentino Martin Varsavsky, que eligió Wall Street para lanzar recientemente una SPAC; lo mismo que Eduardo Montes, expresidente de la patronal eléctrica y exalto directivo de Siemens; el financiero Eduardo Bravo, antiguo consejero delegado de Tigenix; Víctor Herrero, consejero delegado de Clarks; y Boris Salas, antiguo financiero de Citi.

Porque es al otro lado del Atlántico donde nacieron las SPAC y donde este vehículo vive una fiebre que algunos comienzan a tachar de burbuja, tras las caídas



▲ **SANTANDER QUIERE ENTRAR EN ESTE NEGOCIO:** el banco presidido por Ana Botín cuenta ya con un equipo preparado para trabajar en el negocio de las SPAC y afirma que tiene diez proyectos en cartera con potencial de terminar cristalizando.

registradas después de los máximos de febrero pasado. En concreto, las SPAC levantaron en los Estados Unidos unos 85.000 millones de dólares en 2020 y 100.000 millones adicionales en lo que va de año, según datos de Bloomberg. En total, hasta el 11 de marzo se registraron 231 compañías de «cheque en blanco» en el país, más que en todo el ejercicio anterior, según cifras de S&P.

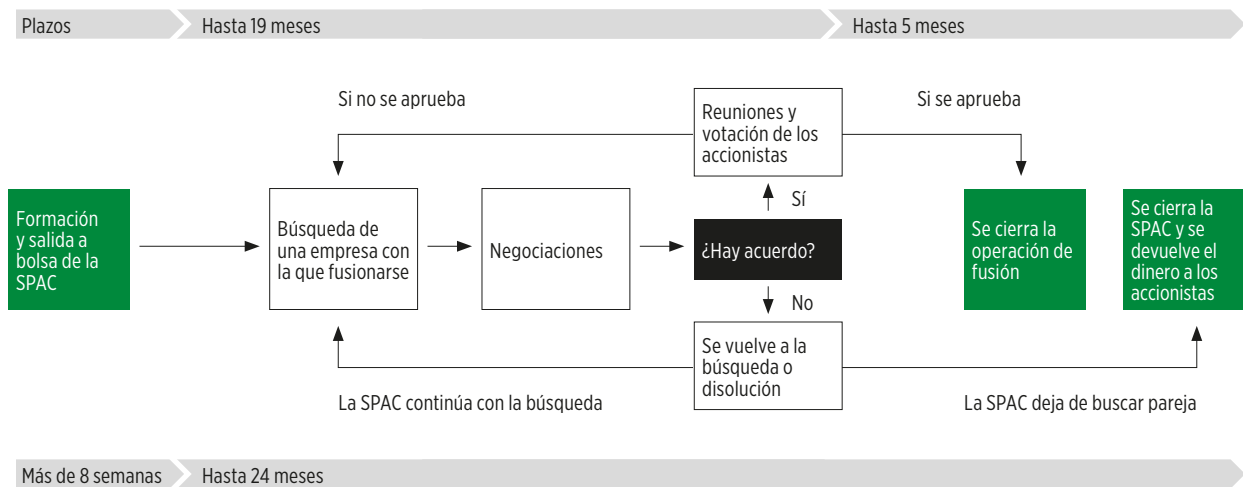
La mayor parte de estos proyectos estadounidenses nacieron centrados en la tecnología y la sanidad, de la mano de financieros o antiguos consejeros delegados de alguna empresa del sector. En España, en cambio, el sector de las renovables podría

● Los bancos de inversión más fuertes en salidas a bolsa

ENTIDAD	VOLUMEN	PROPORCIÓN DE LAS SPAC
1 CITIGROUP	22,2	68,4
2 GOLDMAN SACHS	19,3	56,9
3 MORGAN STANLEY	13,4	46,3
4 CREDIT SUISSE	12,1	73,3
5 JPMORGAN	11,4	38,0
6 BANK OF AMERICA	11,1	41,9
7 JEFFERIES	8,6	62,6
8 BARCLAYS	8,5	58,8
9 DEUTSCHE BANK	7,3	76,8
10 CANTOR FITZGERALD	7,2	99,3

FUENTE: BLOOMBERG

● El ciclo de vida de una SPAC



FUENTE: BLOOMBERG

ser el más candente, dado que actualmente es el más prolífico en salidas a bolsa. «Creo que va a haber bastantes SPAC en las actividades calientes. Al final, el dinero va a ir a biotecnología, renovables y farmacia. No creo que haya ninguna SPAC para invertir en retail», apunta Enrique Quemada, presidente del grupo Onetoone Corporate Finance.

En cuanto a los sponsors, además de los financieros, los potenciales promotores de este tipo de vehículos de inversión en España podrían ser profesionales del capital privado interesados en ofrecer a sus clientes un tipo de inversión similar al private equity, pero con mayor liquidez, dado que se trata de compañías cotizadas.

«Ahora, con los tipos por los suelos, ¿dónde van a meter el dinero los grandes inversores?, ¿en renta fija? No, porque pierden dinero. ¿En renta variable? Da muchos sustos. Entonces, ¿dónde ir? Pues al capital riesgo. Y esto es como un capital riesgo. La diferencia es que es más líquido. Una SPAC cotiza en bolsa y en cualquier momento puedes vender la participación. Por eso, hay private equities que están detrás de montar esto», asevera Galván.

Ventajas de una SPAC

Además de la posibilidad de apostar por activos similares al capital riesgo pero con mayor liquidez, otras ventajas para el in-

versor incluyen la opción de reembolso del 100 por cien del capital invertido en el momento de la fusión (tanto si el inversor vota a favor como en contra de la misma); un punto nada desdeñable, sobre todo si la operación no cumple las expectativas del inversor.

De esta manera, el inversor se embolsaría el capital más los intereses generados durante esos 12-18 meses, pues el dinero que se invierte en una SPAC empieza a generar rentabilidad desde el momento de la OPV. Asimismo, otra jugada frecuente con las SPAC en Wall Street es vender las acciones en el momento de la fusión, cuando suele producirse un calentón del título si al mercado le gustan los términos del acuerdo.

En todo caso, no hay que olvidar que se trata de operaciones de alto riesgo que algunos expertos desaconsejan para minoristas. «En principio, es un vehículo para profesionales. Para distribuirlo entre particulares convendría condicionarlo a un asesoramiento financiero previo con control de idoneidad», dice Zunzunegui.

Asimismo, en el capítulo de los riesgos hay que recordar que una OPV tradicional es un proceso más garantista para el inversor pues incluye la obligación de publicar información auditada sobre las cuentas de la compañía, así como una due diligence para comprobar que no tiene contingencias jurídicas, fiscales o medioambientales, ►

● Una ventaja para los inversores es la posibilidad de devolución del capital invertido en el momento de la fusión

◀ una serie de exigencias de las que está exenta una SPAC al ser un cascarón vacío. Por eso, el peligro de estas operaciones «es que hagan algo equivocado con tu dinero. Que entres pensando que compras algo chulísimo y luego se fusione con una empresa que se la pegue», advierte Quemada. Y es

que, al no poder conocer los activos en los que se invierte de antemano, una SPAC exige jugárselo todo al talento del equipo gestor. Es decir, que es como ir al hipódromo y apostar por un jinete sin conocer las cualidades del caballo en el que va montado.

● María Gómez Silva

Deportistas y celebrities como aliciente para el éxito

● Se buscan rostros conocidos que lleven al estrellato a los cheques en blanco con revalorizaciones de hasta el 3.000%

Denis Sverdlov nació hace 42 años en la Georgia comunista y fue escalando puestos dentro del entramado político ruso hasta colocarse como vice-ministro de Comunicaciones. Pero la política no le terminaba de contentar. Siempre se sintió un emprendedor y la City y Wall Street le estaban esperando. Desde su residencia en Londres se hizo multimillonario gracias a una startup de telecomunicaciones y en 2015 se sintió atraído por los coches eléctricos, poniendo en esta industria todos sus esfuerzos.

Ahora, casi seis años después de haber fundado Arrival en el Reino Unido inyectándole 450 millones de euros de su bolsillo, ha logrado levantar una SPAC para su empresa con una revalorización del 3.000 por ciento al fusionarla con CIIG Merger, dirigida por Peter Cuneo, ex director ejecutivo de Marvel Entertainment.

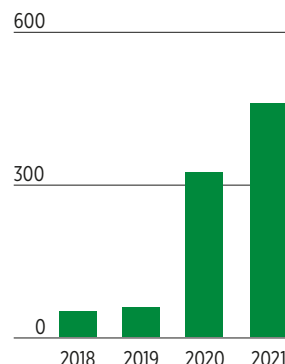
En un año, y sin haber comenzado de forma completa la producción de vehículos, la empresa ha doblado su valor hasta cerrar la SPAC en los 15.300 millones de dólares. Mientras, Sverdlov, que controla la mayoría de las acciones, alcanzará en el corto plazo un patrimonio personal de 11.700 millones de dólares, según el índice de multimillonarios de Bloomberg.

El perfil de Sverdlov se está colocando en el último año como el idóneo para atraer la atención de los inversores sobre las SPAC. Un rostro conocido, como un deportista de élite o una celebrity, se convierte en el gran gancho para vender el hecho de que una persona con una reputación elevada apuesta y está detrás de un negocio que todavía no es tal, sino que es, simplemente, un proyecto.

De la NBA a Goldman Sachs

Así, aparecen los nombres de leyendas del tenis, beisbol y el baloncesto como Serena Williams, Alex Rodríguez y Shaquille O'Neal, respectivamente. Si a este cóctel se le añaden nombres míticos de Wall Street como el expresidente Goldman Sachs, Gary Cohn, el gestor de fondos de cobertura Bill Ackman y el exbanquero de Citigroup Michael Klein el resultado es un brebaje que copa los titulares y llena de dinero a las SPAC. Sin olvidar otros ilustres como el jugador de fútbol americano Colin Kaepernick, cuya imagen poniendo la rodilla en el suelo en solidaridad con el movimiento Black lives matter recorrió el mundo; el rapero Jay-z, marido de la cantante Beyoncé; el jugador de fútbol Robert Lewandowski, y el exconsejero delegado de Credit Suisse, Tidjane Thiam. Dentro

● Las SPAC este año



DATOS EN CIENTOS.
FUENTE: BLOOMBERG.



◀ PERFILES LLAMATIVOS:

Las SPAC captan la atención de todo tipo de inversores, desde quienes acceden a ellas hasta los que las promueven. Por ello, detrás de estos cheques en blanco se encuentran nombres como la leyenda del tenis Serena Williams. Ha logrado convencer a la gurú Cathie Wood y al inversor activista Bill Ackman.

de esta amalgama de nombres también hay hueco para los inversores activistas como el citado Bill Ackman que entró a través de su hedge fund en la SPAC Pershing Square Tontine Holdings. Consiguió, el pasado curso, el hito de colocarse, hasta el momento, como la mayor SPAC del mundo al captar 4.000 millones de dólares, 1.000 millones más que lo que esperaban alcanzar. Dejó patente la elevada demanda por estos vehículos desde el estallido del Covid-19. El objetivo de esta SPAC es realizar adquisiciones de grandes unicornios, empresas que también busquen su salto al parqué, empresas familiares o sociedades donde la pandemia haya hecho mella.

Silicon Valley y vehículos eléctricos

Eso sí, la SPAC también invertirá unos 1.000 millones de dólares en otro fondo de Ackman, el Pershing Square Holdings. Para decidir sus inversiones se fijará en compañías que posean una reducida exposición a riesgos, con un balance saneado y robusto, un equipo gestor con reputación, flujo de caja con visibilidad futura y, en los grandes casos, que tengan potencial para acabar cotizando en el S&P 500.

Por el momento, descarta cerrar este trimestre la fusión o adquisición pues se

estaría planteando lanzar una segunda SPAC dado el éxito histórico registrado.

El caso es que la clave del éxito de las SPAC parece que se encuentra en la combinación de un personaje relevante y la inversión en el sector tecnológico, en todo aquello que huela a Silicon Valley o vehículos eléctricos.

Tal es el caso de Lucid Motors, que dispara su valor por encima de los 55.000 millones, superior al de Ford Motors, después de anunciar que se combinaba con una SPAC liderada por el ex de Citigroup, Michael Klein. La compañía acaba de anunciar que ya ha vendido al completo la primera partida de su primer lanzamiento, la berlina de alta gama Air Dream Edition. Con un precio inicial de venta de 161.500 dólares y una autonomía de 810 kilómetros busca plantar cara los mejores modelos de Tesla, incluido el SUV Tesla Model X pues Lucid trabaja en un SUV eléctrico que supere al de Elon Musk.

Sin embargo, no todas las compañías de vehículos eléctricos pueden presumir de que todo le vaya rodado. Su falta de visibilidad futura ha hecho que las principales críticas se centren en este sector.

Los expertos destacan el caso de Nikola. La empresa consiguió salir a bolsa gracias a la SPAC VectoIQ Acquisition para ▶

● El récord de una SPAC lo marcó en 2020 Pershing Square Tontine con la captación de 4.000M\$

◀ atar financiación destinada a vehículos eléctricos y propulsados por hidrógeno. Su estreno fue histórico hasta conseguir que General Motors se hiciese con el 11 por ciento del capital social.

Pero todo estalló por los aires cuando el fondo bajista Hindenburg Research investigó su tecnología y publicó un informe, titulado en español, *Cómo hacer un mar de falsedades una asociación con el fabricante de automóviles más grande del mundo*, en referencia a su unión con General Motors. El hedge fund concluía que había fraude y la compañía reconoció sus mentiras.

El retorno de Wework

Las SPAC también están ofreciendo una segunda oportunidad a compañías que tuvieron su momento de gloria y ahora acuden a esta vía para recuperarla. Es el caso de Wework, que fracasó en su salida a bolsa y quiere la revancha. Lo hará a través de una SPAC para conseguir unos 1.000 millones de dólares de financiación y obtener una valoración de 9.000 millones, un montante que solo representa una quinta parte de los 47.000 millones que pretendía lograr con su salida directa a Wall Street en 2019.

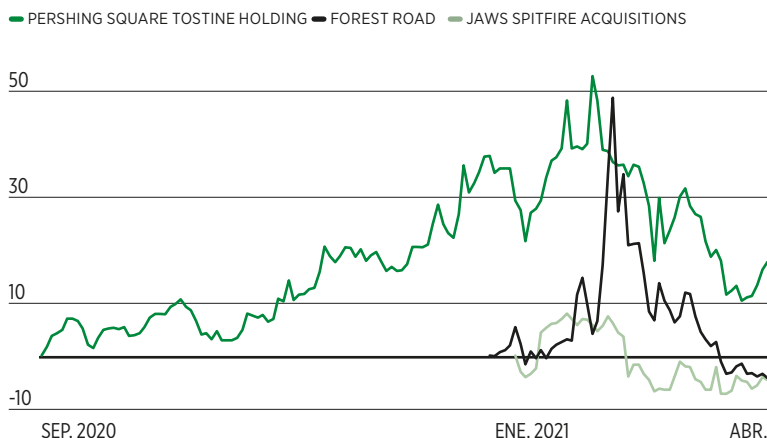
Ahora, la firma destinada al alquiler y gestión de espacios de trabajo cooperativo, se ha dado cuenta del potencial que tiene contar con un rostro famoso para su misión y por ello llama al a puerta de la SPAC BowX con el apoyo de la compañía Forest Road, que cuenta con O'Neal como uno de sus principales directivos.

Esta empresa tendría ya asegurados 250 millones de dólares y está centrada en invertir en tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones. El papel de O'Neil es simple: atraer a su empresa a veteranos de Wall Street y nombres propios del cine y el entretenimiento. Hasta la fecha, ya se han sumado a la leyenda de la NBA Salil Mehta, el que fuera máximo responsable de Disney y FOX, y Martin Luther King III.

La comunidad financiera, implicada

Las SPAC demuestran que son capaces de captar la atención de todos los actores de la comunidad financiera y de las fórmulas de inversión, también de los ETF. Y es que la nueva gurú de los cotizados, Cathie Wood, no ha dudado en apoyar con fuerza

● Inicios fulgurantes, presente tenso



COTIZACIÓN EN PORCENTAJE. FUENTE: BLOOMBERG.

▲ Las SPAC con grandes nombres de Wall Street o del deporte arrancan su cotización con revalorizaciones fulgurantes. Pero, al igual que el resto de los cheques en blanco, sufren ahora un momento complejo después de que la SEC iniciara una investigación sobre este vehículo de inversión.

a la tenista Serena Williams. Ha usado para ello su vehículo de inversión, ARK Investment, con el que forma parte de la SPAC Jaws Spitfire Acquisition, que busca hacerse con la empresa de fabricación digital Velo3D alcanzando un valor empresarial de 1.600 millones de dólares. Wood ya posee cerca de un millón de acciones. Se estima que la operación concluya en el segundo trimestre. La empresa, con sede en Silicon Valley, cuenta entre sus clientes con SpaceX o Honeywell.

Más allá de estas operaciones con figuras públicas entre sus responsables, también aparecen grandes movimientos con compañías de solera que también quieren sumarse al empujón de los cheques en blanco.

Entre estos casos aparecen el anunciado por General Electric, valorado en 30.000 millones de dólares, para vender su negocio de alquiler de aviones a la irlandesa AerCap y la compra de Kansas City Southern por la aerolínea Canadian Pacific por 29.000 millones de dólares. Estos ejemplos son también responsables del inicio de año de récord de estas operaciones.

● Raúl Poza Martín

● Grandes compañías, como General Electric, también usan las SPAC para vender sus negocios