

SPAC'S: LAS COMPAÑÍAS 'CHEQUE EN BLANCO' QUE ESTÁN TRANSFORMANDO EL MERCADO BURSÁTIL

En este artículo introductorio, Daniel nos explica en detalle en qué consiste una *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) y cuál es su rol en el mercado de capitales. A partir de esto, estudiaremos las similitudes y diferencias entre los SPACs y los métodos tradicionales de listar compañías en la bolsa de valores (IPO), del punto de vista del *buy side* y el *sell side*.

Por Daniel Urdaneta, CFA.

Este 2021 ha sido un año por demás curioso para los que estudiamos la dinámica de los mercados financieros. Entre las *acciones meme*¹, las criptomonedas de tercera generación², las finanzas descentralizadas (DeFi)³ y los *tokens* no fungibles (NFTs)⁴, un elemento emergente destaca por encima del resto, por lo rápido que se han masificado en los mercados de capitales tradicionales. Son las compañías 'cheque en blanco', o *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC).

Introducción: ¿Qué es un SPAC?

En esencia, una SPAC es una sociedad por acciones, listada en bolsa, que no posee operaciones comerciales de ningún tipo; por el contrario, la misma se constituye con el propósito específico de adquirir parcial o totalmente otra compañía existente en el mercado.

De acuerdo con la SEC, el regulador bursátil de los EEUU (con paráfrasis)⁵:

Un tipo particular de compañía 'cheque en blanco' es una SPAC, la cual es creada específicamente para recaudar fondos dirigidos a financiar una oportunidad de fusión o adquisición en un plazo de tiempo determinado, y donde la oportunidad generalmente no se ha identificado aún.

Los SPACs generalmente se constituyen a través de una subasta primaria de acciones (IPO) organizada por inversores activistas (llamados *sponsors*), quienes poseen experiencia en una industria o segmento de negocios y buscan oportunidades particulares en ésta. Es de esperar que un *sponsor* posea al menos una compañía *target* en mente al constituir el SPAC. No obstante, dado que no están obligados a identificar dicho *target* en el proceso de registrar el SPAC, los *sponsors* se ahorran buena parte de las divulgaciones de información que caracterizan una oferta pública de acciones tradicional, lo que les permite actuar con más cautela y, en teoría, evitar 'pagar de más' al anunciar su intención de adquirir a una compañía pública.

El dinero recaudado por los SPACs típicamente proviene de bancos de inversión (que actúan como *underwriters* de la emisión) o inversionistas institucionales (como fondos de deuda privada, *endowments* universitarios, fondos de pensiones, etc.). Una vez cerrada la IPO del SPAC, el capital recaudado se deposita en una cuenta de custodia, y los fondos sólo pueden retirarse en dos causas: el pago de una adquisición, o el retorno del capital a los accionistas. El plazo de vida más común de un SPAC oscila entre los 18 y 24 meses; si no ha materializado una adquisición en ese tiempo, el SPAC es liquidado, y el capital (neto de gastos operativos) se regresa a los accionistas.

¹ Lectura recomendada:
<https://www.cfahociety.org/chile/Documents/Anatomia%20de%20un%20gamma%20squeeze.pdf>

² Lecturas recomendadas:
<https://www.cfahociety.org/chile/Documents/crypto.pdf> y
<https://www.cfahociety.org/chile/Documents/CRIPTOACTIVOS.pdf>

³ <https://www.investopedia.com/decentralized-finance-defi-5113835>

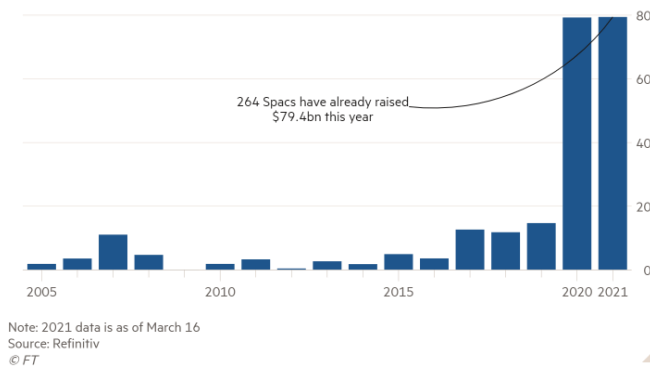
⁴ <https://www.investopedia.com/non-fungible-tokens-nft-5115211>

⁵ <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/blank-check-company>

2: ¿Cuál es el rol de los SPACs en el mercado de capitales?

Cabe destacar que el marco legal que regula a los SPACs existe desde inicios del milenio; pero la popularidad de este mecanismo de inversión, tras pasar años en el oscurantismo, explotó en los últimos dos años. Según el *Financial Times*, apenas al cierre del primer trimestre de 2021 se habían constituido 264 SPACs a nivel global (levantando USD 79.4bn), eclipsando el total del año 2020 (~79bn) y superando por más de cuatro veces el promedio de recaudación de los últimos 5 años:

2021 Spac proceeds have already shot past last year's record
Total proceeds raised through IPOs of blank-cheque companies (\$bn)



Fuente: 'Spac boom eclipses 2020 fundraising record in single quarter' *Financial Times* (marzo 2021).

Link: <https://www.ft.com/content/321400c1-9c4d-40ac-b464-3a64c1c4ca80>

Hay dos maneras de entender la utilidad de los SPACs en el contexto de mercado actual.

El argumento optimista es que esta estructura permite 'democratizar' las oportunidades de inversión en los segmentos de capital privado (*Private Equity*) y capital de riesgo (*Venture Capital*), con beneficios para ambos lados del mercado. Por una parte, el público *retail* puede invertir en una clase de activo a la que

generalmente no puede acceder directamente (debido a los requisitos que le exige la SEC a los inversionistas en activos alternativos: patrimonio líquido de USD 1mm e inversión mínima de USD 100k). Por otra parte, las compañías en estado de infancia o de *take-off* pueden acceder a una fuente adicional de capitales - ayudando a cerrar las desigualdades entre acceso a financiamiento entre compañías públicas y privadas - y pueden salir a bolsa de forma mucho más eficiente y menos costosa que la vía tradicional de una subasta pública (IPO).

Una visión más cínica de los SPACs busca enlazar el auge de esta clase de activos con la *Everything Bubble* - término coloquial para describir las valoraciones históricamente altas en todas las clases de activos que exhiben actualmente los mercados⁶. Bajo esta visión, los SPACs no son más que una moda - resultado directo de la política monetaria expansiva de los bancos centrales globales, y la consecuente búsqueda de rentabilidades en activos cada vez más riesgosos. Al respecto, destacan los SPACs registrados por celebridades (destacan los SPACs patrocinados por deportistas como Shaquille O'Neal⁷, Alexander Rodriguez⁸, Serena Williams⁹), los cuales no poseen experiencia en inversiones, y se especula que están ofreciendo sus nombres únicamente para entusiasmar al público *retail* e "inflar" las valoraciones de los SPACs y/o sus compañías *target*. Otro argumento enfatiza los paralelismos entre el auge de emisiones primarias (incluyendo SPACs) en los últimos dos años¹⁰, y el *peak* histórico de las emisiones primarias, alcanzado en la cúspide de la burbuja *dot-com* de finales de los 90¹¹:

⁶ Ver, por ejemplo: <https://www.aier.org/article/the-everything-bubble-and-what-it-means-for-your-money/>

⁷ <https://www.sportico.com/business/finance/2021/shaquille-oneal-disney-executives-1234623077/>

⁸ <https://www.reuters.com/article/us-slam-corp-ipo-idUSKBN2A42WL>

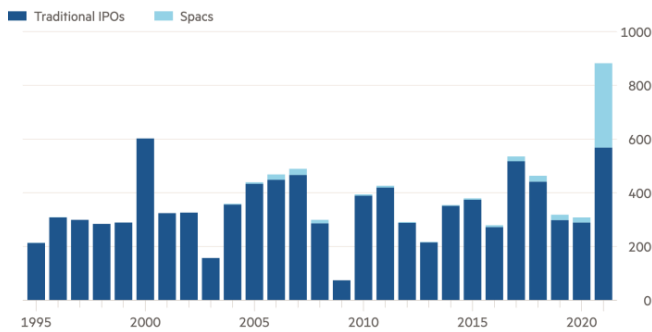
⁹ <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/serena-williams-spac-take-velo3d-public-16-billion-deal-ipo-2021-3>

¹⁰ Según Ernst & Young, el Segundo trimestre de 2021 resultó en el mayor volumen de transacciones y montos recaudados en los últimos 20 años. Ver: https://www.ey.com/en_gl/ipo/trends

¹¹ <https://www.ft.com/content/857c1286-d35e-404a-ae7c-8d04b7508810>

The number of companies going public has ballooned

Number of IPOs, by type



All figures year-to-date
Source: Dealogic
© FT

Fuente: 'Global IPOs begin 2021 at breakneck pace', *Financial Times* (abril 2021). Link: <https://www.ft.com/content/857c1286-d35e-404a-ae7c-8d04b7508810>

3: SPACs vs. IPOs: visión del 'sell-side'

Los SPACs son directamente comparables a las IPOs tradicionales, en el sentido que ambas estructuras llevan a que una compañía privada termine listada en la bolsa pública de valores. Sin embargo hay varias diferencias clave del punto de vista del *target* y el *sponsor* de la operación:

- Los SPACs levantan capital más rápido y con menos requisitos que las IPOs, dado que no es necesario mostrar estados financieros o historial operativo al momento de hacer la subasta inicial;
- Mientras que los patrocinantes de un IPO no pueden ofrecer proyecciones financieras de las compañías que buscan listar, los patrocinantes de un SPAC están autorizados por la SEC a mostrar 3 años de proyecciones financieras, una vez la compañía es nombrada.
- Los SPACs suelen apuntar a compañías más jóvenes y con menos historial que las IPOs, lo que típicamente lleva a que los *targets* de las primeras estén valoradas por sus perspectivas de crecimiento (y a un múltiplo alto), mientras que las segundas cotizan a múltiplos más bajos, en línea con sus fundamentos actuales.
- La remuneración del *sponsor* de un SPAC (el *promote*, una comisión en especie de hasta 20% de las acciones de la compañía adquirida) es mucho más alta que la de un patrocinante de un

IPO (comisiones de *underwriting* de menos del 5% del valor recaudado en la venta primaria).

A raíz de estas diferencias, el consenso en la industria apunta a una segmentación del mercado de emisiones primarias – SPACs para *startups* y compañías más riesgosas, y IPOs para compañías privadas con mayor historial operativo – en las que ambas estructuras pueden coexistir.

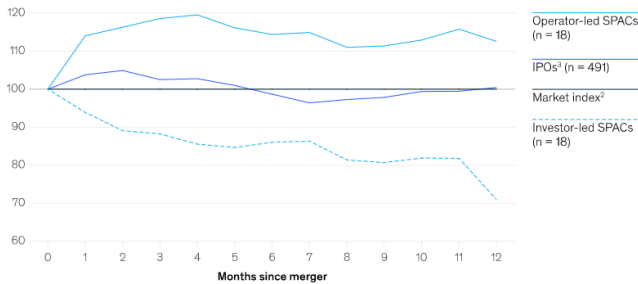
4: SPACs vs. IPOs: visión del 'buy-side'

Nuevamente, dado que ambos instrumentos son relativamente equivalentes del punto de vista de un potencial comprador, vale la pena evaluar las diferencias en el desempeño de una inversión en ambas clases de activo. La experiencia reciente destaca lo siguiente:

- Debido a que el valor intrínseco de un SPAC (ie. el valor del capital levantado en la subasta inicial) no varía sustancialmente hasta que se anuncia una compañía objetivo, esta estructura posee un perfil de retornos sesgado al alza.
- Un elemento adicional a este sesgo lo ofrece la estructura más común de SPACs, que combina acciones con *warrants* (opciones de compra a largo plazo), típicamente a un precio de ejecución más alto que el valor intrínseco del SPAC. Por ende, si la compañía *target* se revaloriza tras la adquisición con el SPAC, el inversionista inicial puede aumentar su exposición a bajo costo.
- No obstante, los inversionistas del SPAC están sujetos a riesgos de dilución si i) no ejercen sus *warrants*; ii) si la adquisición del *target* requiere una inversión de capital adicional al SPAC (bajo la forma de *private Investment in public Equity* y en términos preferenciales) o iii) si compraron las acciones del SPAC a una prima con respecto a su valor intrínseco.
- La experiencia reciente muestra que los SPACs patrocinados por inversionistas financieros generaron pérdidas (en promedio, -30% en los 12 meses desde la fusión), y sólo los SPACs dirigidos por especialistas de la industria generaron una rentabilidad superior al promedio del mercado:

Special-purpose acquisition companies with operators at the helm outperformed others.

SPAC share-price performance,¹ index (100 = market index²)



¹SPACs = special-purpose acquisition companies. Data covers 38 SPACs of ≥\$200 million that successfully merged during 2015–2019 and have 12 months of trading history.
²Refers to S&P 500 sector indexes (eg, for healthcare or consumer-discretionary sector) matched to IPO's sector. SPACs were compared with S&P 600 midcap-sector indexes to reflect smaller company size.
³IPOs were compared with S&P 500 sector indexes and do not include investment funds (eg, SPACs, exchange-traded funds, real-estate investment trusts).
Source: S&P Capital IQ, McKinsey analysis

Fuente: 'Earning the premium: A recipe for long-term SPAC success', McKinsey & Co. (septiembre 2020). <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/earning-the-premium-a-recipe-for-long-term-spac-success>

Conclusión: El futuro de los SPACs

Al revisar las noticias más recientes sobre el mundo de los SPACs, destaca que el entusiasmo del mercado de finales de 2020 e inicios de 2021 ha sido reemplazado por un ambiente mucho más negativo.

En el segundo trimestre del año, las emisiones de nuevos SPACs cayeron 87% con respecto al primer trimestre del año (para sumar un total de USD 13bn), presionadas por un exceso de oferta de vehículos de inversión, y una oferta cada vez más limitada de oportunidades de adquisición con buenas perspectivas.

Uno de los SPACs más polémicos de este año fue Churchill Capital IV (CCIV), comprador de Lucid Motors – una compañía de automóviles eléctricos *premium* que no reportaba ventas al momento de la adquisición. Tras dos meses de amplia especulación y un *rally* en las acciones de CCIV de 10 a 65\$ por acción, el *sponsor* anunció la adquisición de Lucid Motors el 22 de febrero en términos que eran ampliamente desventajosos para los accionistas del SPAC y favorables a inversionistas privados¹². Como resultado, las acciones de CCIV perdieron dos tercios

¹² <https://www.prnewswire.com/news-releases/lucid-motors-to-go-public-in-merger-with-churchill-capital-corp-iv-bolstering-lucid-vision-to-redefine-luxury-performance-and-efficiency-in-the-sustainable-electric-vehicle-market-301232846.html>

de su valor en los días posteriores al SPAC. A la fecha, cotizan en el rango de 20-25\$, y los accionistas del SPAC están organizando una demanda colectiva contra Lucid Motors, alegando que la compañía recortó sus pronósticos de manufactura y venta de vehículos justo después del anuncio de la fusión¹³.

El caso de CCIV debe servir como recordatorio que 'el diablo está en los detalles'. Es decir, los SPACs no son superiores o inferiores a las IPOs tradicionales como medio de inversión (o de salida al mercado), pero las complejidades en cómo se estructuran, su valoración y la incertidumbre asociada al precio final de compra de la compañía, pueden exponer a inversionistas *retail* incautos a comprar activos de baja calidad a valoraciones insostenibles. *Caveat emptor!*

Extra: Recursos sobre el mercado de SPACs

- Un artículo sobre los aspectos financieros y legales que explican el desempeño real de los SPACs: Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2020). A sober look at SPACs. Available at SSRN, 3720919. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919
- El índice CNBC SPAC 50 Index, que mide el desempeño de las 50 compañías más grandes del medio (que ya anunciaron su *target* de adquisición, o se espera que lo hagan pronto): <https://www.cnbc.com/quotes/.SPACCNBC>
- Aspectos contables, regulatorios y de análisis financiero sobre los SPACs para practicantes: <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/spac-merger.html>
- SPAC TRACK, portal informativo sobre todos los SPACs en circulación y/o completados, con estadísticas de desempeño y un *newsletter* diario de la industria: <https://spactrack.net/>

Las opiniones expresadas en este documento son responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

¹³ <https://finance.yahoo.com/news/cciv-investor-alert-shareholder-lawsuit-180000246.html>