

GRUPO  
ARMANEXT

# LAS SPANISH SPAC: RETOS Y OPORTUNIDADES

ABRIL 2021

**ARMADATA**

FACTS BEYOND NUMBERS



**Director:**

Juan E.Iranzo

**Colaboradores:**

Analistas de ArmadatA Asesores S.L.

Javier Carnerero Pérez

María Pérez López



# CONTENIDO

---

<b>1. LA POLITICA MONETARIA Y LA INVERSION</b> .....	<b>1</b>
1.1. La Política Monetaria actual de la FED y del BCE .....	1
1.2. Distorsiones que provoca la Política Monetaria ultra expansiva .....	1
1.3. Inversión mediante <i>Private Equity</i> .....	1
1.4. Otras posibilidades de financiación de las PYMES: cotizar en Bolsa .....	1
<b>2. SPAC -SPECIAL PURPOSE ACQUISICION COMPANY-</b> .....	<b>1</b>
2.1. Concepto de SPAC .....	2
2.2. <i>Sponsor</i> .....	2
2.3. Inversores .....	1
2.4. Empresas objetivo de compra .....	1
2.5. PIPE - <i>Private Investment in a Public Company</i> - .....	1
2.6. Expansión de las SPAC.....	1
<b>3. POSIBILIDADES DE LAS SPAC EN ESPAÑA: “SPANISH SPAC”</b> .....	<b>1</b>
3.1. Introducción de nuevos vehículos de inversión en España .....	1
3.2. La regulación de las SPAC en España .....	2
3.3. Características singulares del <i>Spanish SPAC</i> .....	1
3.3.1. Las SPAC españolas. ....	1
3.3.2. El <i>Sponsor</i> español. ....	3
3.3.3. Empresas Objetivo. ....	2
3.3.4. Inversores.....	2
3.3.5. Agente Colocador.....	1
3.3.6. El PIPE.....	1



## RESUMEN EJECUTIVO

---

La casi desaparición del coste del dinero para la mayoría de los agentes económicos está provocando una asignación artificial e ineficiente de los recursos, y además de manera prolongada en el tiempo.

Esta situación desincentiva al ahorro al depender de los tipos de interés y de las expectativas, obligando a tomar riesgos asimétricos para obtener algo más de rentabilidad.

Para responder a las necesidades de los inversores actuales y acelerar los procesos de salida a Bolsa de las empresas, se está expandiendo un nuevo vehículo inversor de acceso a la economía real: las SPAC.

Una SPAC -*Special Purpose Acquisition Company*- es una sociedad creada con el propósito de convertirse en una sociedad cotizada, cuyo objeto social sea la adquisición de una compañía que esté operativa en cualquier sector de actividad.

Una vez adquirida esta segunda compañía, mediante la fusión de ambas, se consigue que la compañía operativa pase a ser una sociedad cotizada.

Las SPAC se crean por la figura del *Sponsor* que suelen ser directivos en activo o ya retirados de grandes corporaciones, y con una gran capacidad de liderazgo y arrastre de potenciales inversores.

Los potenciales inversores pueden ser institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión o particulares cualificados, que busquen en la inversión en la SPAC una rentabilidad significativamente superior a la que obtendrían en otros mercados.

La gran expansión de las SPAC está liderada claramente por EE.UU. Entre enero del 2020 y marzo 2021 se han desarrollado más de 500 vehículos con una movilización de recursos por valor de 156.000 millones de dólares.

En España, este vehículo de inversión puede ser muy atractivo sobre todo para las empresas productivas españolas que no cotizan en Bolsa.

La constitución de las "Spanish SPAC" precisan de modificaciones importantes en el marco regulatorio, como por ejemplo las requeridas en la Ley de Sociedades de Capital o la Ley de OPAS, con el objetivo de acoger y permitir el desarrollo de determinados hitos de las SPAC que no podrían llevarse a cabo bajo la normativa actual. Igualmente, cabe esperar que los distintos mercados de valores también realicen los ajustes necesarios para facilitar y atraer a las SPAC.



# 1. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA INVERSIÓN

---

## 1.1. La Política Monetaria actual de la FED y del BCE

La Teoría Económica nos dice que la Política Monetaria tradicionalmente instrumentada por los Bancos Centrales, es muy eficaz en la lucha contra la inflación, puesto que la restricción de la cantidad de dinero en el Sistema Económico actúa directamente sobre los precios; “sin dinero no hay inflación”, si bien tampoco crecimiento.

Sin embargo, existen grandes discrepancias en cuanto a su efectividad para impulsar el crecimiento económico. Un fuerte incremento de la liquidez monetaria genera inflación de demanda si no existe suficiente competencia y, en todo caso, inflación de activos.

Asimismo, deteriora las expectativas tal y como lo estableció Keynes, el gran impulsor de las políticas de demanda expansivas para acelerar la economía. Si el dinero es muy barato no existe confianza en el futuro, por lo que el aumento de la cantidad de dinero no se destina ni al consumo ni a la inversión, sino al ahorro; es la denominada “trampa de liquidez”.

Además, la teoría de las expectativas racionales de Robert Lucas cuestiona la eficiencia de la Política Monetaria Expansiva, puesto que provoca efectos negativos sobre las perspectivas, y los agentes económicos limitan sus decisiones de consumo e inversión; con lo que genera un efecto contrario al buscado.

Cabe destacar que, en los últimos años y especialmente para enfrentarse a la crisis del

2007 al 2014 y a la actual, se están aplicando unas políticas monetarias ultra expansivas que han llevado los tipos de interés reales a terrenos negativos; incluso a tipos nominales negativos para algunas operaciones, como los depósitos de la banca en el Banco Central Europeo.

El balance del BCE como consecuencia de esta política ha crecido espectacularmente, pasando de representar el 12% del PIB de la UEM en 2016 al 63,5% del PIB en septiembre de 2020. Los tipos de interés de intervención de este Banco han pasado del 1,5% en julio de 2011 al 0% actual.

El fuerte aumento de la cantidad de dinero en el Sistema no está provocando grandes tensiones inflacionistas ni de oferta ni de demanda, puesto que se está mejorando la productividad de los oferentes y, además, ha mejorado la eficiencia de los mercados mediante el incremento de la competencia en los de bienes y en los de servicios gracias a las tecnologías de información y comunicación TIC's.

No obstante, se están generando importantes “burbujas” e inflación de activos en algunos sectores alternativos a las inversiones financieras, sobre todo en el inmobiliario.



## 1.2. Distorsiones que provoca la Política Monetaria ultra expansiva

La casi desaparición del coste del dinero para la mayoría de los agentes económicos está provocando una asignación artificial e ineficiente de los recursos, y además de manera prolongada en el tiempo. En este escenario existen grandes incentivos al sobre endeudamiento tanto en el sector privado como el público.

De hecho, se están alcanzando cifras históricas en términos de PIB. En concreto, la deuda pública en España se acercó al 119,8% del PIB al finalizar el año 2020, la más alta desde 1898; y la privada se situó en el 130% del PIB tras reducirse por el incremento del ahorro de las familias por motivos de precaución ante la incertidumbre causada por la crisis COVID - 19 e incluso ante la imposibilidad de gastar - "consumo embalsado"-.<sup>1</sup>

Lógicamente, esta situación desincentiva al ahorro al depender de los tipos de interés y de las expectativas, obligando a tomar riesgos asimétricos para obtener algo más de rentabilidad. El riesgo aumenta mucho más que los rendimientos marginales, lo que está provocando grandes distorsiones.

La información es cada vez más asimétrica y menos transparente en la mayoría de los mercados financieros.

Adicionalmente, la Política Monetaria ultra expansiva liderada por la FED y por el BCE está permitiendo a los políticos retrasar la implementación de las políticas de reforma estructural que requiere el modelo, para mejorar su eficiencia y sostenibilidad. Muchas de estas políticas son impopulares a corto plazo, lo que generaría un desgaste político.

Tras el hundimiento histórico en 2020 del PIB en la mayoría de los países del mundo -en España cayó un -10,8%-, y con el alto nivel de endeudamiento mundial, parece casi imposible un cambio en el signo de la Política Monetaria en los próximos dos años, como mínimo.

Para facilitar las colocaciones, los Bancos Centrales están intensificando su política de compra de deuda, por lo que su rentabilidad es cada vez menos atractiva para los inversores. La renta fija tiene rentabilidades inferiores al 1% cuando no negativas, lo que está produciendo un cambio de estrategia en la colocación del ahorro hacia la inversión inmobiliaria más tradicional y en empresas productivas con perspectivas de futuro.

---

<sup>1</sup> Datos extraídos del Informe Financiero Banco de España a fecha 31 de marzo de 2021.



### 1.3. Inversión mediante Private Equity

El vehículo más empleado para poder invertir en “economía real” en los últimos 7-8 años es el capital riesgo Private Equity. Según los datos presentados por Buy Shares, el valor de estos fondos se disparó un 143% durante los últimos 5 años.

También apunta que los importes captados por los fondos capital riesgo aumentaron un 147,78% entre 2016 y 2020. Pese a este fuerte incremento, 2020 fue el año clave al alcanzar la cifra de 49.000 millones de dólares frente a los 42.000 millones de dólares de 2019.<sup>2</sup>

La situación de dominio del Private Equity parece clara en cuanto a la captación de nuevos fondos y su capacidad de compra *-dry powder-*. Solo en España en 2020, alcanzó los 5.561 millones de euros, de los cuales el 75% procedió del extranjero y se materializó en 775 operaciones, según la Asociación Española de Capital Riesgo -ASCRI-, en la presentación del informe sobre la actividad del capital privado en España 2020.

Durante el año 2019 en España, las operaciones realizadas por estos fondos se acercaron a los 9.000 millones de euros concentradas sobre todo en 10 grandes operaciones, siendo muy inferior la inversión en PYMES. Las participaciones realizadas por fondos extranjeros en empresas españolas pueden estar estadísticamente subvaloradas, puesto que existen actuaciones mucho más atomizadas con participaciones en PYMES.

En la mayoría de las inversiones de los Private Equity, el inversor renuncia a la posibilidad de obtener liquidez, normalmente entre 5 y 8 años, lo que representa una gran paradoja: “baja liquidez provocada por un exceso de la misma”.

Según PitchBook, la percepción que los inversores tienen del capital riesgo es mayoritariamente negativa en EE.UU., un 69,3% de los encuestados se considera contrario al mismo. Esta percepción crítica también se manifiesta en el Reino Unido; el 52,9% de los mensajes tienen un tono crítico y el 78,2% de los perfiles, adoptan una posición beligerante.

Por tanto, el acceso a la inversión en empresas es más eficiente a través de los Mercados de Valores; pero esta requiere que aumenten significativamente el número de empresas cotizadas.

Se estima que actualmente tan solo lo hacen el 1,5% de las empresas con potencial para estar en el mercado de valores, y en España la situación es peor para las PYMES. Después de 10 años funcionando el Sistema Multilateral de Negociación español -BME Growth- solamente hay 42 PYMES cotizando, de las cuales 8 -un 20%- están suspendidas de cotización.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Fund Society a través del siguiente enlace:  
<https://www.fundsociety.com/es/noticias/alternativos/los-fondos-europeos-de-capital-riesgo-alcanzaron-los-49000-millones-de-dolares-en-2020>

<sup>3</sup> Bolsas y Mercados Españoles (BME).



## 1.4. Otras posibilidades de financiación de las PYMES: cotizar en Bolsa

La actual crisis es inédita. La lucha contra la pandemia del COVID 19 ha provocado súbitamente un shock de oferta negativo por las restricciones a la producción y de demanda por los confinamientos y limitaciones a la circulación de personas.

La mayoría de las empresas vieron cómo se reducían e incluso desaparecían totalmente sus ingresos; lo que las ha llevado a la necesidad de endeudarse para poder sobrevivir.

En España, muchas han accedido a créditos concedidos por los Bancos Privados, garantizados por el ICO hasta en un 80% en el caso de las PYMES. A 31 de diciembre de 2020 se han concedido por esta vía 114.648 millones de € en 944.588 operaciones.

Cada operación tiene una cuantía media de 121.373€, y el ICO ha avalado el 75,95% del total. Según el informe financiero del Banco de España, la deuda de las empresas privadas en España a finales del año 2020 se situó en los 952.000 millones de euros, lo que representa un incremento del 5,3% respecto a 2019.

Por otra parte, las duras condiciones que está estableciendo el Banco Central Europeo a la banca en general para mantener los ratios de solvencia necesarios, hace que esta no pueda seguir incrementando significativamente el crédito a las empresas, especialmente a las PYMES.

Se está concediendo financiación para el circulante pero la financiación para las estrategias de crecimiento, expansión e internacionalización de las PYMES se ha visto sustancialmente penalizada según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios -EPB- del Banco de

España. Se está produciendo un endurecimiento de las condiciones generales de los préstamos a las empresas

Para poder financiar estos procesos de expansión y crecimiento, las empresas medianas -sobre todo las más eficientes y competitivas que tendrán la oportunidad de comprar algunas compañías que se encuentran en serias dificultades- tienen que obtener los recursos a través de otras vías. Una gran mayoría de las PYMES en España tienen un carácter familiar, por lo que podrían apelar a una mayor aportación financiera de los propietarios.

Sin embargo, la actual crisis ha deteriorado en muchos casos sus patrimonios personales, solvencia, y liquidez; en consecuencia, este camino está muy limitado en la actualidad para la mayoría de las PYMES.

La incorporación de Fondos de Capital Riesgo a las empresas puede generar un incremento significativo de la rigidez en su gestión; precisamente en una situación de incertidumbre, que requiere de grandes dosis de flexibilidad en la actividad empresarial.

Por lo tanto, cada vez se hace más atractivo y necesario para las empresas con proyección de futuro acceder a la financiación a través de su presencia en los mercados bursátiles.

El acceso a la cotización en estos mercados por parte de las PYMES, gracias a iniciativas como la del Parlamento Europeo y del Consejo con el Reglamento de 27 de noviembre de 2019,





por “el que se persigue reducir la dependencia de los préstamos bancarios, diversificar las

fuentes de financiación del mercado con respecto de la PYMES y fomentar la emisión de acciones por las PYMES en los mercados públicos”, y la creación de nuevos centros de negociación, los mercados de PYMES en expansión, con el objeto de facilitar el acceso de estas al capital y propiciar así su crecimiento.

El desarrollo de estas directrices y regulaciones, en parte está encaminado a eliminar los mitos sobre que los mercados de valores son solo para grandes compañías, que tienen unos requisitos de acceso complejos, que son costosos y con una carga administrativa de mantenimiento cotizando elevada.

Todo esto ha cambiado sustancialmente y en la actualidad el acceso a los mercados es más sencillo, más económico y sobre todo más asumible por PYMES.

Entre las figuras que facilitan este acceso, es la posibilidad de disociar el momento de cotizar en el mercado y la entrada de nuevos accionistas, es el denominado “Listing Técnico”.

Esta posibilidad permite a cualquier compañía salir a cotizar, sin cambiar inicialmente su estructura accionarial y, una vez ya cotizando, realizar las operaciones de captación de fondos en el momento, cantidad y valor que mejor le convenga.

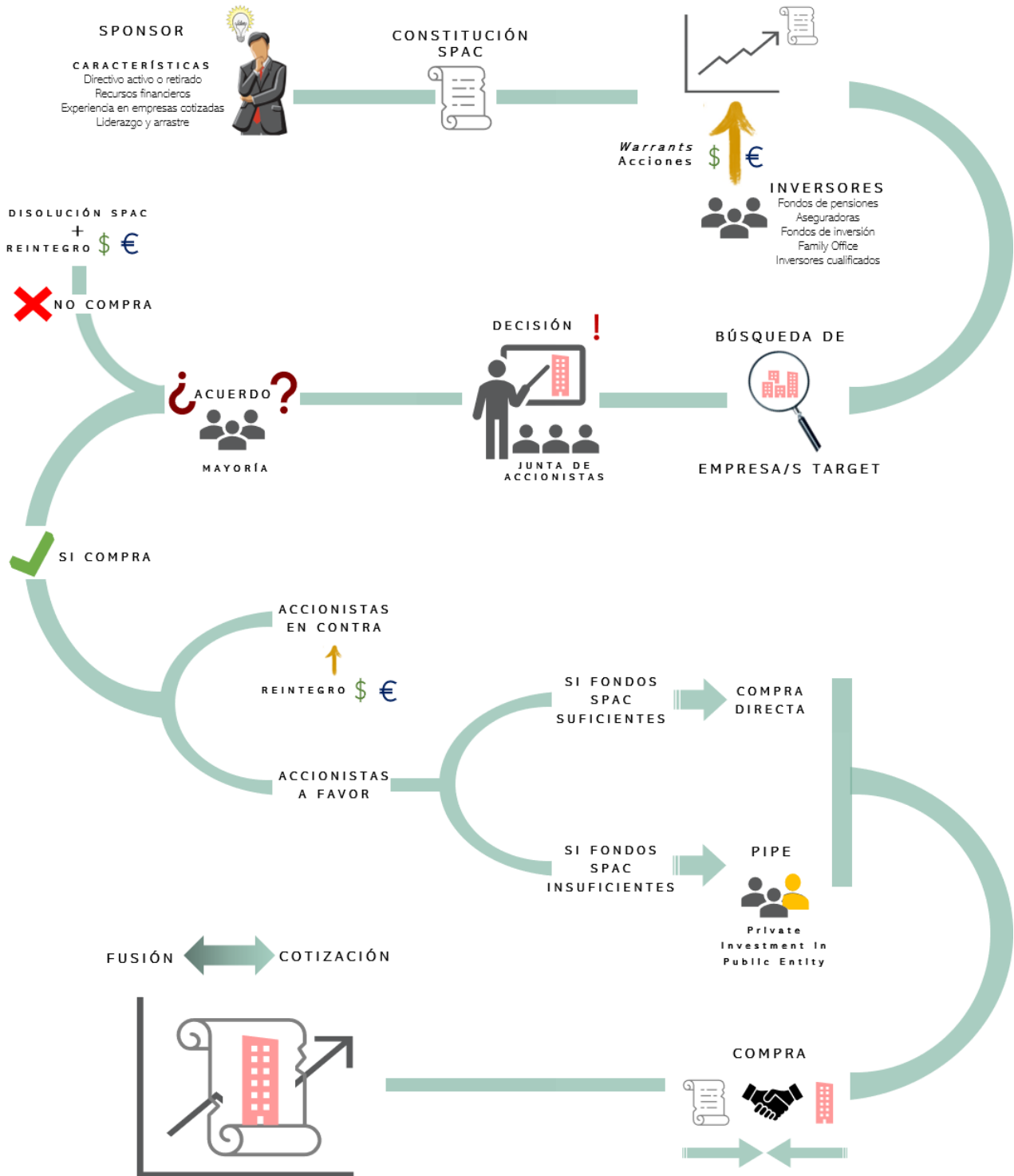
Esto supone un ahorro sustancial de costes, tiempo y complejidades. Además, el proceso de transparencia que requieren estos mercados resulta muy beneficiosos para las empresas eficientes y bien gestionadas.

En definitiva, con la actual Política Monetaria, los actuales tipos de interés, que no se modificarían significativamente en los dos próximos años, las actuaciones del Parlamento Europeo y la flexibilidad de requisitos de nuevos Sistemas Multilaterales de Negociación enfocados expresamente para las PYMES, hacen que los mercados bursátiles sean cada vez más atractivos y necesarios tanto para el inversor que busca una mayor rentabilidad sin renunciar a la liquidez, como para las empresas medianas que necesitan recursos para su expansión.

Para responder a estas necesidades y acelerar los procesos de salida a Bolsa de las empresas, se está expandiendo un nuevo vehículo de acceso a la economía real: las SPAC.



## 2. SPAC -SPECIAL PURPOSE ACQUISICION COMPANY-



Fuente: Elaboración propia ArmadatA Asesores S.L



## 2.1. Concepto de SPAC

Una SPAC -*Special Purpose Acquisition Company*- es una sociedad creada con el propósito de convertirse en una sociedad cotizada, cuyo objeto social sea la adquisición de una compañía que esté operativa en cualquier sector de actividad. Una vez adquirida esta segunda compañía, y mediante la fusión de ambas, se consigue que la compañía operativa pase a ser una sociedad cotizada.

Se han denominado "Blank check companies" ya que, en el momento de su lanzamiento, dan carta blanca al promotor *Sponsor* para que proponga la inversión en una compañía que cumpla con las directrices fijadas en su acta fundacional, directrices que pueden establecer un tamaño mínimo o máximo, un sector de actividad u otra característica que debe cumplir la compañía en la que se va a invertir.

Adicionalmente, entre las características particulares de las SPAC, se establece un plazo máximo en el cual debe, bien materializarse la compra, o devolver la inversión a los accionistas.

Aunque las SPAC se crearon en los años 90 en EE.UU., su gran expansión se ha producido a partir del año 2020 debido fundamentalmente al exceso de liquidez existente en el mercado y a la crisis de una parte del tejido empresarial.

Este vehículo de inversión está multiplicando la actividad de OPV y de operaciones corporativas, puesto que eleva a "cotizar en bolsa" fórmulas que, hasta la fecha, son típicas de capital riesgo, lo que permite incrementar la liquidez de las inversiones.

## 2.2. Sponsor

El *Sponsor* es la figura que crea y promueve la SPAC como vehículo inversor.

Los *Sponsors* suelen ser directivos en activo o ya retirados de grandes corporaciones, o empresarios que deciden invertir en su sector de actividad los recursos financieros generados por la venta de su compañía. La mayoría tienen experiencia en empresas cotizadas, son conocedores de operaciones corporativas de fusión y adquisición, y es fundamental que tengan una capacidad de liderazgo y arrastre de potenciales inversores.

El *Sponsor* asume todos los gastos de la operación, desde el análisis y estudio del sector hasta la búsqueda de las posibles empresas potenciales de compra. Para hacer frente a estos gastos y realizar su aportación al proyecto concreto, éste necesita diferentes recursos financieros.

El *Sponsor* no podrá vender sus acciones ni sus warrants, que son un derecho de compra de más acciones durante un tiempo y a un precio prefijado, hasta que no se materialice la compra de la empresa objetivo.



La remuneración del *Sponsor* por su actividad de dirección y ejecución, establecida previamente, se trata normalmente de una

comisión que suele representar un porcentaje sin coste de las acciones del proyecto; generalmente en EE.UU. en torno a un 20% del capital total.

## 2.3. Inversores

Los potenciales inversores pueden ser institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión o particulares cualificados, que busquen en la inversión en la SPAC una rentabilidad significativamente superior a la que obtendrían en otros mercados. En definitiva, invierten en empresas de economía productiva a través de la SPAC.

La forma de inversión consiste en lo que se denomina "Unit" que suele constar de una acción más un warrant. Ambos con inmediata liquidez, ya que la SPAC sale cotizar en el mercado elegido de forma inmediata y muy sencilla.

De esta forma, los inversores podrán, en su caso, vender o comprar más acciones y/o warrants desde el momento de la constitución hasta el momento en que se presenta la propuesta de adquisición de una empresa *target*.

El dinero recaudado con las contribuciones de todos los fundadores o inversores iniciales se deposita desde el mismo momento de la aportación en una cuenta de depósito, remunerada al tipo de mercado libre de riesgo, en la que permanece hasta que se ejecuta la compra de la empresa objetivo.

La Junta General de Accionistas de la SPAC toma la decisión final sobre la operación de adquisición. En el caso de una mayoría favorable, se ejecuta la compra, produciéndose una clara democratización de la inversión que no sucede en otros vehículos como los Private Equity.

Los inversores que se opongan a la operación de adquisición de la empresa *target* recuperarán la inversión realizada, garantizada en la cuenta referida, más los intereses que hubiese generado.

Si el precio de la operación es superior a los fondos netos disponibles -entendidos como la diferencia entre aportaciones y restituciones de fondos a los inversores que se opongan a la compra de la empresa objetivo-, será necesario realizar una ampliación de capital mediante PIPE -inversión privada en capital público- en la cuantía necesaria.



## 2.4. Empresas objetivo de compra

Las SPAC tratan de realizar una o varias adquisiciones de empresa productivas en un plazo aproximado de dos años, en las que su participación puede ser del 100% del capital o parte del mismo; sin la necesidad absoluta de que la SPAC sea mayoritaria, si bien es recomendable para garantizar la gestión de las empresas adquiridas por el promotor del proyecto. En la mayoría de los casos, se garantiza la presencia del *Sponsor* o alguno de los inversores en el Consejo de Administración de la empresa adquirida.

El conocimiento público del tiempo máximo para poder adquirir empresas por parte de la SPAC provoca un encarecimiento marginal creciente de las compañías objetivo; puesto que además el promotor perdería su inversión en los gastos del proyecto si este no se realizase.

Esta situación puede provocar una inflación de activos y una clara reducción de la rentabilidad de los proyectos.

Si no se efectúa ninguna adquisición en el plazo acordado, la SPAC se disuelve y todos los accionistas recibirán su dinero depositado previamente en la cuenta bloqueada, junto los intereses producidos.

Una vez consolidado el proyecto de adquisición de la compañía por parte de la SPAC, y fusionada con esta, se encuentra ya cotizando en Bolsa. Este factor puede incrementar el número de empresas cotizadas.

## 2.5. PIPE -Private Investment in a Public Company-

La figura conocida como PIPE, es en definitiva un compromiso por parte de inversores institucionales que garantiza que, en caso de ser necesario para la adquisición de todo o parte de la empresa objetivo, estos inversores acudirán a una ampliación de capital, a un precio predeterminado, que supondrá un descuento sobre el precio de colocación de las acciones de la SPAC en su incorporación al mercado.

Como indica su nombre, son inversores institucionales privados que, a cambio de un precio, aceptan la obligación de invertir en la SPAC ya cotizada, si en el momento de llegar

a la compra o participación en la empresa objetivo "Business Combination", la cantidad finalmente disponible, es decir el importe correspondiente al volumen de acciones colocadas menos los importes correspondientes a los accionistas que no apoyan la combinación de los negocios y deciden descolgarse de la operación, no es suficiente para llevar a cabo la operación.



## 2.6. Expansión de las SPAC

Hasta el momento se han producido numerosas adquisiciones de empresas en EE.UU., China, India e Israel, principalmente en los sectores de telecomunicaciones, finanzas, transporte, sanidad y bienes de consumo.

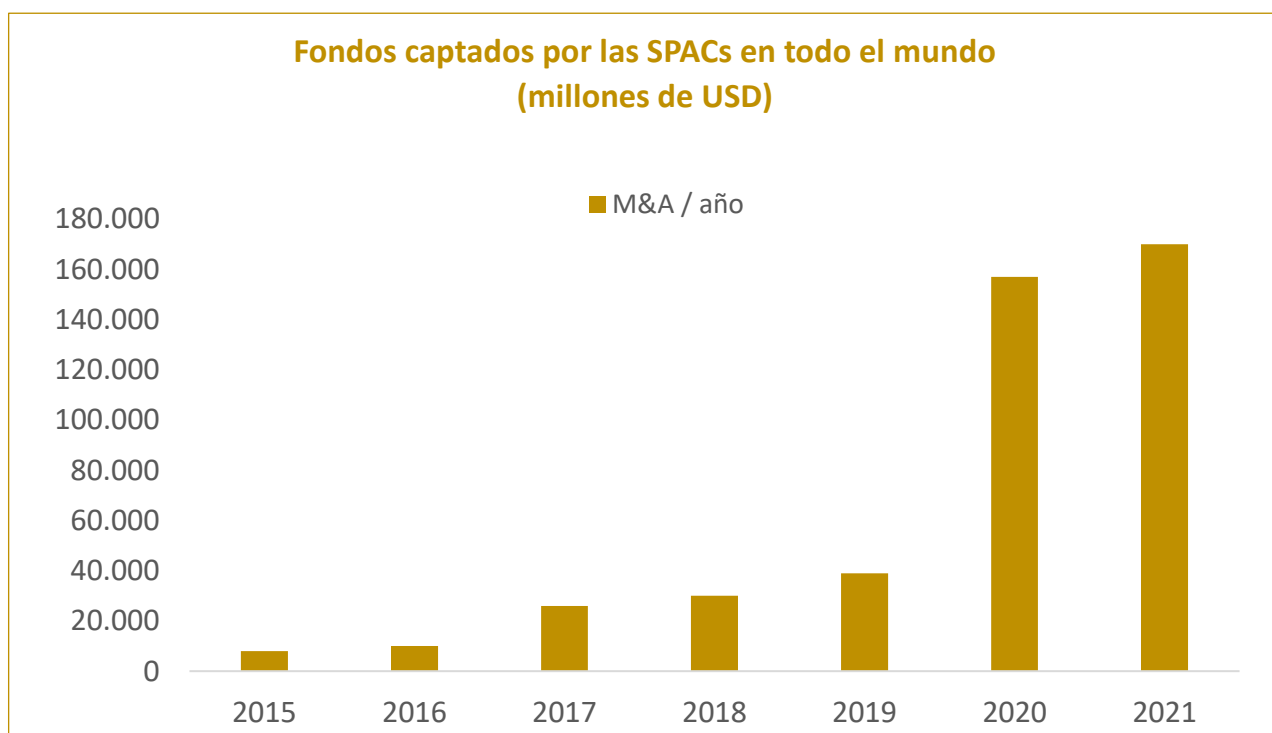
En lo que respecta a la Unión Europea y conforme a las ayudas del Fondo Europeo Extraordinario de Recuperación y la Agenda 2030, los principales objetivos de adquisición se están centrando en los sectores de energías renovables, vehículos eléctricos e hidrógeno.

La gran expansión de las SPAC está liderada claramente por EE.UU. Entre enero del 2020 y marzo 2021 se han desarrollado más de 500

vehículos con una movilización de recursos por valor de 156.000 millones de dólares.

Además, el proceso se está acelerando, puesto que tan solo durante el primer trimestre de 2021 se han captado recursos financieros por valor de 81.000 millones de euros y se han contabilizado 297 SPAC.<sup>4</sup>

De acuerdo con SPACInsider<sup>5</sup>, el tamaño medio de las SPAC alcanzado en 2021 es de 325,7 millones de euros. En España, este vehículo de inversión puede ser muy atractivo sobre todo para las empresas productivas españolas que no cotizan en Bolsa.



*Fuente: elaboración propia a partir del documento "Global SPAC deal volumes this year surpass total for 2020"- Reuters.*

<sup>4</sup> Datos extraídos del informe de la gestora Schroders a fecha 31/03/21 "SPAC Analytics".

<sup>5</sup> Datos recogidos por SPACInsider a través del siguiente enlace <https://spacinsider.com/stats/>



## 3. POSIBILIDADES DE LAS SPAC EN ESPAÑA: "SPANISH SPAC"

### 3.1. Introducción de nuevos vehículos de inversión en España

El mercado financiero español ha demostrado a lo largo de los años una gran capacidad para adaptar distintas alternativas de inversión a las expectativas de nuestros inversores y del subyacente en cada vehículo de inversión correspondiente.

Las primeras estimaciones acerca de 2020 en el informe Venture Capital & Private Equity en España<sup>6</sup> establecen que el sector del capital privado registró un número récord de 765 inversiones por valor de 5.561 millones de euros durante el citado año.

Así podríamos poner en valor los Venture Capital, que tuvieron su origen en la costa oeste de EE.UU. para financiar el incipiente mercado de empresas tecnológicas.

En la actualidad se trata de un mercado en el que durante 2020 operaron más de 1.965 empresas a través de 3.680 fondos con una inversión aproximada de 548 billones de dólares en los mercados de capitales.<sup>7</sup>

En el caso de España y de acuerdo con la Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión -ASCRI-, el número total de Venture Capital durante el año 2020 ascendió a un volumen de 750 millones de euros

en un total de 624 operaciones, con una inversión media por operación de 1.201.923. euros.

Por su parte, los Private Equity españoles alcanzaron la cifra de 5.561 millones de euros, en 775 operaciones, según ASCRI en el del Informe sobre la Actividad del Capital Privado en España en 2020, tal y como se estableció en el epígrafe 1.3.

Sin embargo, las cifras en EE.UU. alcanzaron; para el mismo periodo un valor de 561,3 billones de dólares a través de 4.335 compañías.<sup>8</sup>

Más significativa es aún la capacidad de adaptación que se ha visto reciente con las SOCIMI -Sociedades de inversión inmobiliaria en España- con sus homólogos, los REIT -*Real Estate Investment Trust*- que nacen en EE.UU. en 1961 y no se desarrollan en España hasta el año 2012 por la regulación fiscal favorable que se les concede si cotizan en bolsa.

Si bien la entrada se produce en el mercado español con prácticamente 50 años de retraso, en la actualidad en EE.UU. existen 182 REIT con una capitalización total de mercado de 1.184.150,2 millones de dólares, lo que

<sup>6</sup> Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

<sup>7</sup> Datos extraídos de National *Venture Capital Association* (NVCA) en su informe "2021 Yearbook".

<sup>8</sup> Datos extraídos de American Investment Council a través del siguiente enlace <https://www.investmentcouncil.org/2020investment/>



representa un tamaño medio que supera los 6.500 millones de dólares<sup>9</sup>.

La adaptación de este vehículo de inversión al sector inmobiliario, financiero y fiscal en España ha llevado a que tengamos un sector mucho más atomizado. Actualmente cotizan en BME Growth un total de 76 SOCIMI con un tamaño medio de 125 millones de euros.<sup>10</sup>

Toda esta enorme capacidad de desarrollo y adaptación de estos vehículos en España hacen presagiar que las SPAC finalmente acaben cubriendo importantes carencias que en estos momentos serían muy bien recibidas tanto por parte de los inversores como por parte de las empresas *target*.

Si atendemos al tejido productivo español, la estructura empresarial en España está muy atomizada; el 98% son PYMES y la mayoría de carácter familiar. Muchas de ellas de segunda o tercera generación con una dirección más profesionalizada y una visión global del mundo, pero con una menor implicación patrimonial personal en el proyecto empresarial.

La financiación bancaria ha sido el mecanismo tradicional de obtención de recursos, así como las aportaciones al capital de los miembros de las familias propietarias.

En lo que respecta al mercado de capitales, el número de este tipo de empresas cotizadas es muy bajo debido fundamentalmente a los altos costes tradicionales de acceso, la necesaria transparencia en la información y la

desconfianza de los propietarios respecto a la posible pérdida de control.

En los años 2019 y 2020 la incorporación de empresas españolas a las Bolsas ha sido muy limitada.

Sin embargo, la bolsa de valores es el mecanismo más eficiente de obtención de recursos financieros, máxime en la actualidad, con unas empresas endeudadas y con grandes limitaciones de crédito bancario para poder crecer.

El ejercicio de ordenación de las actividades y de transparencia que se requiere para salir a cotizar en Bolsa beneficia la eficiencia de la empresa.

No obstante, se está produciendo un cambio importante en esta tendencia. Se espera que en 2021 se multipliquen las empresas españolas que se incorporen a cotizar en las Bolsas, sobre todo en Madrid, y algunas en París, concretamente Euronext.

Las SPAC son vehículos facilitadores de este proceso sin renunciar a las condiciones necesarias para garantizar la eficiencia y transparencia de los mercados de capitales.

---

<sup>9</sup> Datos extraídos de Nareit a partir de la publicación "FTSE Nareit Real Estate Index Historical Market Capitalization, 1972-2020" a través del siguiente enlace:

<https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/us-reit-industry-equity-market-cap>

<sup>10</sup> Datos extraídos de Bolsas y Mercados Españoles (BME), página oficial de empresas cotizadas en BME Growth.





## 3.2. La regulación de las SPAC en España

Los supervisores españoles, especialmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores - CNMV-, ya han manifestado su interés por este vehículo, a pesar de no tener regulación al respecto. No obstante, se espera la elaboración de un marco legal para el 2º semestre del presente año.

Actualmente, se está adaptando la Ley de Sociedades de Capital con una serie de propuestas y borradores encaminados a incorporar un nuevo capítulo dedicado exclusivamente a las "Especialidades para Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición", entendiendo aquellas como "sociedades constituidas con el objeto de adquirir otra empresa no cotizada y cuyas únicas operaciones sean la oferta de acciones y las conducentes a la adquisición que, en su caso, sea aprobada, depositando los recursos obtenidos en la oferta en una cuenta transitoria".

Estas sociedades tendrán que incluir en su denominación la indicación "Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición" o su abreviatura, "SPAC, S.A." hasta que se formalice la adquisición aprobada. Las especialidades previstas en este nuevo artículo se aplicarán también a las SPAC que tengan sus acciones admitidas en Sistemas Multilaterales de Negociación.

La nueva legislación, previsiblemente también debería incorporar garantías para los accionistas que no hayan votado a favor de la propuesta de adquisición, asegurándoles el reembolso de sus aportaciones depositadas hasta ese momento en la cuenta especial.

Además, debería igualmente clarificar y realizar las pertinentes exenciones lógicas al régimen de OPAS.

El borrador actual en relación con este tema establece que "Si como consecuencia de la adquisición aprobada, algún accionista alcanza, directa o indirectamente, una participación de control de la sociedad resultante, dicho accionista estará exceptuando de la obligación de formular una oferta pública de adquisición". Esta exclusión también se aplicaría al accionista que alcance una mayoría, como consecuencia del reembolso de una parte de los accionistas fundadores.

Las excepciones son automáticas, sin necesidad de acuerdos por parte de la CNMV, con lo que se otorga una gran flexibilidad y rapidez a este vehículo de inversión que también se aplicará a la sustitución o modificación de su objeto social. Se trata de un vehículo de inversión fiscalmente neutral.

Estas son algunas de las medidas mínimas necesarias para una correcta adaptación de las SPAC al marco de la Ley de Sociedades de Capital. No se prevén medidas fiscales que afecten a alguno de los intervinientes; ni inversores, ni empresas *target*, ni *Sponsor*.

No hay que repetir errores pasados y experiencias negativas en estos mercados, por lo que hay que acelerar los plazos de aprobación de las propuestas. Si no se aprueba la legislación de las SPAC en España como máximo durante el segundo semestre de este año, existe el riesgo de que los *Sponsor* que compren empresas españolas realicen su



actividad fuera de nuestro país - "Spanish SPAC Offshore"- con lo que se perdería una gran oportunidad para desarrollar el mercado nacional.

Ya existe la competencia de Luxemburgo o incluso de mercados como el holandés, que ya ha dado de alta las primeras SPAC europeas cotizadas en Euronext.

Si el objeto es la integración de pequeñas empresas en sectores atomizados para incrementar el tamaño y, por tanto, la competitividad de las empresas, la facturación de cada una de ellas puede ser reducida. Sin embargo, si solo se pretende adquirir una empresa, la facturación debe ser mayor a los 50 millones de euros anuales.

El modelo de "Spanish SPAC" hay que construirlo, y debe ser más sencillo y barato que el de la mayoría de las SPAC de EE.UU. Se precisan unos *Sponsor* con apoyo de profesionales financieros y legales, otros

sistemas de compensación, unas instituciones financieras que apoyen el *fundraising* más pequeño -entre 75 y 150 millones de euros- y, en definitiva, unos asesores que no levanten expectativas basadas en el mercado americano. La versión SPAC 5.0 es la de EE. UU., y nosotros deberíamos ir a la Spanish SPAC 1.0 o incluso crear una SPAC Beta o piloto e ir ajustándola.

Desde el punto de vista de los potenciales promotores de SPAC en España, estos podrían tener diferentes características institucionales o ser una persona con éxito profesional y gran conocedor de algún sector, como ha sucedido en EE.UU.

Casi con toda seguridad, la Banca y sobre todo los bancos de inversión en España, podrán constituir y liderar algunos de estos proyectos, en virtud del atractivo de sus comisiones. Asimismo, los Fondos de Capital Riesgo son promotores potenciales junto con los Fondos Familiares.

### 3.3. Características singulares del Spanish SPAC

A continuación, se realiza un análisis de las características que deberían cumplir las Spanish SPAC por su necesaria adaptación al mercado español y para evitar en gran medida los problemas ya cometidos en EE.UU. y las nuevas tendencias que están ya aplicándose.

La intensa y rápida expansión de las SPAC como vehículo de inversión se está produciendo sobre todo en EE.UU. En este país, las características de los líderes empresariales, los mercados financieros y el tamaño de las empresas son muy diferentes a la realidad de España.

Las SPAC pueden ser muy atractivas para el mercado español, pero, lógicamente, es necesario adaptarlas al Spanish SPAC; es decir, hay que establecer las características propias de cada uno de los integrantes del proyecto SPAC.

Además, en EE.UU. se están produciendo problemas derivados del comportamiento de la cotización de las SPAC, antes de comprar la empresa objetivo por especulaciones con la información sobre la presentación o no de empresas objetivo.



Asimismo, por el efecto de dilución poco o mal explicado en la mayoría de los casos, los inversores que participen posteriormente durante la cotización de la empresa fusionada sufrirán importantes pérdidas. También es muy discutible la falta de transparencia en la información de muchas SPAC.

Aunque el asunto más polémico es la retribución del *Sponsor* y sus posibles conflictos de intereses, así como los efectos que se producen cuando se retiran algunos inversores de la compra de la empresa objetivo, en estos casos la participación del *Sponsor* se podría incrementar en detrimento del resto de los inversores.

En la adaptación española de las SPAC, hay que tratar de evitar en la medida de lo posible estas distorsiones del modelo, así como estar muy atentos a las tendencias y ajustes que a lo largo de los próximos meses van a afectar a este vehículo de inversión.

De hecho, ya se ha empezado a ralentizar el lanzamiento de los SPAC en EE.UU. durante el mes de abril de 2021 a la espera de posibles pronunciamientos de la SEC y su posible regulación en determinados puntos.

Estos deben ser fundamentalmente los relativos a los niveles de información y transparencia como medio de protección a pequeños inversores para que puedan evaluar de forma efectiva el efecto dilución y las posibles operaciones vinculadas o conflictos de interés de los *Sponsor*.

### 3.3.1. Las SPAC españolas

La adaptación del SPAC al mercado español tendrá que venir acompañado en primer lugar por importantes modificaciones en el marco regulatorio, como por ejemplo las modificaciones requeridas en la Ley de Sociedades de Capital o la Ley de OPAS, con el objetivo de que puedan acoger y permitir el desarrollo de determinados hitos de las SPAC que no podrían llevarse a cabo bajo la normativa actual.

Igualmente, dado que deben cotizar, cabe esperar que los distintos mercados de valores también realicen los ajustes necesarios para facilitar y atraer a las SPAC.

No obstante, lo que más se deberá adecuar, sin duda, es el tamaño y la cantidad de fondos

recaudados; en nuestro país, la realidad debe ser acorde con la empresa objetivo de adquisición y con el posible número de inversores que acompañen al *Sponsor* en el proyecto.

Las Spanish SPAC, en la medida que surgen como alternativa a los fondos de Private Equity, deberían aprovechar la exitosa experiencia de tantos años haciendo adquisiciones de empresas españolas y, por lo tanto, el tamaño de las mismas debería ser proporcional al tamaño de la empresa *target*.

En este caso, si tomamos como referencia las transacciones medias de los fondos de capital riesgo durante 2020 publicadas por ASCRI en el *Midmarket*, las operaciones realizadas han



sido con una inversión en *equity* de entre 10 y 100 millones de euros, manteniendo el máximo histórico en términos de volumen - 1.953,6M €- y superando todos los récords en cuanto al número de operaciones -79 inversiones-.

Con estas cifras de referencia y atendiendo que las SPAC tienen otros objetivos de inversión en la sociedad adquirida, cabría suponer que las SPAC en España tenderían a tener un tamaño objetivo entre 75 millones de euros en la parte baja y unos 150-170 millones en la parte alta.

Esto es una estimación si tenemos como referencia a aquellas SPAC que tengan como objetivo una única adquisición centrada en el mercado español.

La flexibilidad de las SPAC puede llevar a que éstas tengan como objetivo la adquisición de una o varias compañías, dentro y fuera del territorio nacional; pudiendo ser éstas bien europeas, bien latinoamericanas. En este caso, sí que podríamos encontrarnos con SPAC de un tamaño mayor que podría llegar a alcanzar los 200 millones de euros.

Asimismo, también se podría crear una mega SPAC promovida por alguna institución financiera con suficiente capacidad para captar o aportar esas cantidades y con objetivos ya muy predefinidos, que llegue a superar los 400-500 millones de euros.

Los plazos de ejecución que dispone la SPAC para la realización de la adquisición de la empresa *target* se están redefiniendo, no tanto por el plazo límite de los dos años, sino por las situaciones especiales en los que este plazo se podría alargar para evitar la disolución de la SPAC en la fecha convenida.

Las situaciones serían sobre todo en las SPAC que tuvieran la finalidad de adquirir una o varias compañías.

Los plazos y requisitos para presentar la información a la Junta de Accionistas, así como para la ejecución en todos los términos de una adquisición y su posterior fusión-absorción con la cotizada, pueden dificultar el cumplimiento de estos plazos. Si existiera algún tipo de contrariedad administrativa, temporal no prevista, podría llegar a suponer el cierre de la SPAC al no haber cumplido con los plazos inicialmente establecidos.

En cuanto a los derechos de redención del capital inicialmente aportado por los primeros inversores, se está estimando que, en lugar de garantizar el capital aportado más una mínima rentabilidad de mercado, se imputen a los inversores unos gastos mínimos en el caso de que finalmente soliciten el reintegro de sus aportaciones.

Están surgiendo en el mercado americano, algunos inversores que están en varias SPAC con la única finalidad de aprovechar las imperfecciones del mercado durante el periodo de inversión, lo que genera distorsiones respecto a las verdaderas expectativas de los inversores iniciales, que buscan la rentabilidad en la empresa fusionada y no en la volatilidad de los mercados.

Se puede producir una excesiva volatilidad en las cotizaciones de la SPAC al margen de motivos reales, por lo que algunos inversores deciden vender y hacer líquidas sus inversiones con importantes rentabilidades.

En el caso de que no se dieran estas irregularidades, solicitarían el reembolso de sus inversiones y se podrían quedar con los warrants que se emitieron, pudiendo de esta



forma volver a invertir en la compañía ya fusionada si se alcanzase una determinada rentabilidad objetivo, al precio del warrant; y de esta forma volver a acceder a los beneficios sin haber tomado prácticamente ningún riesgo.

Todos estos comportamientos deberían poder perfeccionarse con las nuevas versiones que ya se están desarrollando en Europa y, en la medida de lo posible, evitar que sucedan en el mercado español.

Los medios más importantes para evitar estas situaciones son el compromiso, la transparencia y la información en tiempo y forma que aporte la SPAC, evitando así volatilidades y riesgos para los inversores.

Estas medidas se podrían aplicar bien voluntariamente por las SPAC de forma estatutaria, bien regulatoriamente por parte de las distintas autoridades de los mercados de valores.

Los Sistemas Multilaterales de Negociación de serían los mercados naturales más adecuados para cotizar dado el previsible tamaño de las primeras SPAC españolas.

Se tratan de mercados más adaptados y flexibles en cuanto a requisitos de admisión. Posteriormente, en función del tamaño final de la compañía resultante, así como del número final de inversores, éstos podrían solicitar el salto a cotizar en un mercado organizado o regulado.

Este factor, sin ser decisivo a la hora de la constitución de una Spanish SPAC, es importante. Los mercados de valores españoles deben ofrecer una regulación adecuada y estable para que estos vehículos de inversión encuentren en los mismos

estabilidad y flexibilidad a largo plazo. No caben regulaciones parciales ni permisos o criterios verbales y temporales, poco o nada sostenibles a largo plazo.

En estos casos es donde la libertad de movimientos de capitales y la alta competencia que existe entre las plazas financieras harían que las SPAC que tienen su origen -*Sponsor*- y su finalidad -empresas *target*- en España, finalmente coticen en un mercado de valores externo.

A día hoy, la plaza financiera de Ámsterdam está siendo el origen de las principales SPAC europeas, si bien Londres ya ha anunciado que va a realizar importantes cambios regulatorios en sus normas para convertirse en el mercado de referencia.

Sin ninguna duda, las SPAC, con independencia del lugar de origen de sus *Sponsor* y/o de sus empresas *target*, cotizarán en los mercados que ofrezcan unas mejores condiciones en cuanto a plazos, requisitos de admisión y costes.

A lo largo de los próximos meses veremos cómo estos mercados se adaptan a las condiciones y singularidades de las SPAC.



### 3.3.2. El *Sponsor* español.

En EE.UU., los *Sponsors* suelen ser directivos en activo o ya retirados de grandes corporaciones, o empresarios que han obtenido importantes recursos con la venta de su empresa y que son grandes conocedores de un sector concreto.

Es fundamental, en cualquier caso, su capacidad de liderazgo y de atracción de potenciales inversores muy mediática. Además, suelen tener gran experiencia en empresas cotizadas y conocimiento de operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones.

En el caso de España, las posibilidades son diferentes por la falta de experiencia de muchos directivos de empresas no financieras en los mercados de valores y en las operaciones en el sector financiero y corporativas; y los pocos que trabajan en empresas cotizadas con experiencia en los mercados de valores podrían no obtener la compatibilidad necesaria para crear sus SPAC.

Además, sus remuneraciones son muy inferiores a las de sus "colegas" de Estados Unidos; por lo que sus posibilidades financieras en principio son mucho más reducidas.

En España, el *Sponsor* o promotor "tipo" podría ser un exdirectivo, en su mayoría retirados, o un empresario que hubiera vendido su empresa o con negocios propios que conocen bien algún sector de actividad; pero que no dispone ni de los conocimientos técnicos de los mercados de valores, ni de los recursos financieros suficientes para desarrollar este tipo de proyectos.

En cuanto a su nacionalidad, se podría incluir *Sponsor* que puedan acceder al mercado español pero que hayan desarrollado su carrera profesional en LATAM.

Por estas razones, es necesario que para desarrollar una SPAC en España, se creen "*Sponsor* Profesionales", que cubrirían sus carencias técnicas contando con el apoyo de un equipo de profesionales analistas, financieros y legales que le acompañara en todo momento durante el desarrollo del proyecto. Es decir, es previsible que se desarrolle la figura del "*Co-Sponsor*" para suplir estas carencias y dar garantías y confort a los posibles inversores durante todo el proceso de captación de fondos y de negociación y adquisición en su caso de la empresa *target*.

Por lo tanto, la figura del *Sponsor* será un equipo liderado por un ejecutivo profesional que sea capaz de detectar y aprovechar las ventajas y oportunidades en un determinado sector empresarial, basado en su experiencia; y que se rodee de un equipo técnico pluridisciplinar.

La remuneración del *Sponsor*, como ya se ha comentado, es uno de los puntos más controvertidos y que más polémica está teniendo por parte de los inversores; por lo que se debe estar muy atento a las tendencias y evoluciones que ya se están dando en los mercados americano y europeo.

En la actualidad, el *Sponsor* suele aportar directamente el 5% del capital total de la SPAC; que debe ser suficiente para cubrir todos los gastos durante el periodo de dos años



posiblemente necesarios para ejecutar la operación de compra de la empresa objetivo. Asimismo, debe pagar con estos recursos a los especialistas técnicos que necesita para montar la SPAC y ejecutar la operación; abogados, financieros, analistas...

Su remuneración se produce mediante la concesión de acciones liberadas de la empresa fusionada, para alcanzar una participación entre el 20% y el 25% de la misma. Esta retribución está siendo ya revisada tanto en EE.UU. como en Europa.

En España, como quiera que las aportaciones dinerarias pudieran no ser tan elevadas como las de sus colegas norteamericanos, cabe esperar que esta remuneración debiera ser menor. Esta se debe fundamentar a través de warrants emitidos al comenzar a cotizar la SPAC y otra parte vinculada a los resultados de la empresa fusionada.

De esta forma, el "equipo" del "Sponsor" completo recibiría una remuneración variable, pero alguno de sus miembros solo obtendría una remuneración fija, como aquellos profesionales que solo ofrecen su experiencia pero que no aportan fondos o lo hacen de una forma muy simbólica.

Es por esto, que el mantenimiento del equipo, así como una transparencia total sobre los distintos hitos que están realizando es imprescindible para una evolución adecuada de la cotización de la SPAC. No olvidemos que, desde el primer momento, mucho antes del cierre de la operación de compra, la SPAC está ya cotizando, y la evolución de su precio va a venir determinada por las distintas expectativas que tengan los inversores sobre el desarrollo de la operación.

Las características del *Sponsor* deben ser muy importantes a la hora de elegir invertir en una SPAC. Esto implica que se debería prestar atención a los siguientes aspectos del *Sponsor* y *Co-Sponsor*:

- Organización interna, organigrama funcional y CV personal y profesional de todo el equipo y la remuneración de cada uno de los ejecutivos claves; así como las posibles vinculaciones o conflictos de interés.
- Reglamentos internos de conducta que garanticen el estricto cumplimiento en todo lo que se refiere a niveles de información, con el objeto de evitar alteraciones en el precio de la cotización de la SPAC.
- Transparencia y funcionamiento en cuanto a la estructura interna de la SPAC, órganos de gobierno, Junta de Accionistas y Consejo de Administración, así como los asesores externos o Consejo Asesor si lo hubiera.
- Un servicio de relaciones con los inversores que aúne la información interna de la SPAC con las expectativas de los inversores. Es una figura que debería evitar la volatilidad innecesaria e injustificada del precio de cotización de la SPAC cuando la información que llega a los inversores es asimétrica, parcial y/o fuera de plazos, sobre todo en los periodos previos a la primera propuesta de la empresa objetivo.
- La información y documentación que se maneje en este periodo debe estar absolutamente controlada, verificada y



- contrastada por este servicio; con el fin de evitar grandes pérdidas para algunos inversores y abuso de mercado por parte de otros, que obtienen ganancias a través de información privilegiada.
- Modelo de remuneración de los *Sponsor*, muy transparente y proporcionado al riesgo y a la aportación que realizan, así como a la dificultad de las operaciones propuestas y a la rentabilidad real de los inversores.

En estos casos, como ya se está dando en el mercado americano, la figura del warrant puede tener mayores posibilidades ya que en si misma este recoge un beneficio cierto, si el precio de la acción sobrepasa determinados valores.

Es decir, en el caso de que la operación ya ha superado un mínimo de rentabilidad para todos los inversores

### 3.3.3. Empresas Objetivo.

De acuerdo con el informe de CEPYME 500 en el año 2020, que selecciona las 500 empresas líderes en crecimiento empresarial, tan solo 80 facturan más de 50 millones y 84 generan un EBITDA superior a 5 millones de euros anuales.

Con estas cifras y si aplicamos un múltiplo de x10 EBITDA para calcular un valor medio de estas compañías, nos encontraríamos con que 80 de las mismas tendrían valor estimado superior a los 50 millones euros. El resto estarían en un rango inferior.

Las SPAC normalmente no suelen adquirir el 100% de las compañías que compran, en la mayoría de los casos entran en el accionariado de estas mediante una ampliación de capital

iniciales, es a partir de este momento donde el *Sponsor* empieza a tener una prima de compensación extra con la entrega gratuita de estos warrants. Por lo tanto, el mix de remuneración - acciones + warrants- sufrirá importantes ajustes antes de que se establezca como modelo de retribución.

Este, en cualquier caso, siempre será a la baja y muy en relacionado con el capital aportado por los *Sponsors* y por la rentabilidad final que obtengan los inversores.

- Un *Proxy Advisor*, que en algunos casos se podría llegar a contratar en función de las características de los inversores. Este debe ser independiente, pero pagado por la propia SPAC; y velará por que el voto de estos sea correcto a la hora de aprobar o rechazar determinadas propuestas.

con el objetivo de que la compañía realice planes de expansión.

En EEUU esta entrada no suele ser en la mayoría de los casos superior al 50% del capital social de la misma, por los que en las de rango superior la SPAC media sería de unos 250 Millones, y para el resto, tal y como se ha propuesto en el epígrafe 3.3.1, la SPAC que llevaría a cabo la entrada en el capital social de la mayoría de las empresas *target* sería unos 100-150 millones., con lo que adquiriría entorno a un 50%.

Por supuesto aquí las variaciones pueden ser infinitas, por ejemplo, una SPAC de 100 millones de euros que entre adquiriendo un





10% de una empresa target de 1000 millones o una SPAC de 75 millones que se quede con el 100% de una de igual importe.

Además, las empresas españolas pueden ser una alternativa de inversión de las SPAC norteamericanas a la falta o encarecimiento de empresas objetivo en su país.

Hay que tener presente la gravedad diferencial de la crisis en España, por lo que muchas empresas muy eficientes en condiciones normales han tenido que reducir o cesar su actividad; lo que llevará a sus propietarios a la necesidad de venderlas a precios muy competitivos.

Si continuamos con la referencia de las actuaciones y trayectoria de los Fondos de Private Equity, atendiendo a los sectores y según el informe de ASCRI de 2020, estos fueron los sectores que mayor volumen de inversión recibieron: Comunicaciones -28%-, Informática -25,4%- y Productos de Consumo -10%-. Por número de inversiones destacaron Informática con 342 operaciones, Medicina/Salud con 85 y Biotecnología/Ing. Genética con 54.

Con independencia del tamaño y del sector, lo que se debe tener como referencia, es que las PYMES españolas, las que previsiblemente tengan expectativas de crecimiento por su sector o por su posición en el mercado, pueden encontrar en las SPAC una importante y beneficiosa alternativa de financiación de sus proyectos.

La financiación de los proyectos de crecimiento de las compañías españolas ha ido evolucionando durante los últimos años.

Recurrir a la tradicional financiación bancaria ha sufrido un importante cambio, primero por la desaparición o fusión de muchas entidades bancarias y segundo, por las restricciones y limitaciones de capital que impone el Banco Central Europeo para que estas instituciones den préstamos a estas compañías de forma competitiva.

Por otra parte, el recurso a los socios o familia está siendo muy problemático, ya que lejos de querer o poder invertir más ahorros en las empresas familiares, muchos accionistas antiguos están solicitando liquidez de todo o parte de sus posiciones.

Las otras alternativas son buscar nuevos inversores en los mercados de valores cada vez más solicitados por la importante flexibilización y los costes de hacerlo o acceder a dar la entrada en su capital a Fondos de Capital riesgo.

Esta última alternativa, aunque en la actualidad en algunos aspectos se encuentre en máximos históricos, está siendo cuestionada tanto por inversores como por empresas objeto de sus inversiones.

A todas estas se une ahora las SPAC, así que es previsible, que para todas aquellas empresas *target*, tanto de los Private Equity como de las SPAC sus valoraciones se vayan a encontrar en los próximos meses con unos máximos históricos.

Es importante que elijan adecuadamente quién va a ser el accionista, los inversores que van a entrar en su capital y en su consejo de administración y ver en qué medida les aportan valor, además de los fondos necesarios para sus proyectos de inversión. Es una carrera a medio plazo y el "quién" puede ser más decisivo que el "por cuánto".



### 3.3.4. Inversores.

Con el tamaño previsto de la Spanish SPAC, y para ser eficiente en todo el proyecto, es recomendable un número reducido de inversores; entre 8 y 10 aproximadamente.

Los posibles inversores podrían ser, al menos en una primera fase, particulares con cualificación financiera, Family Office, compañías de seguros, planes de pensiones o los propios Private Equity, que se pudieran adaptar a este nuevo y sugerente vehículo de inversión.

Lógicamente, la Banca Privada puede finalmente llevar a sus clientes a esta interesante oportunidad de inversión, una vez esté "estabilizado" el mercado de las SPAC en cuanto a la regulación, costes, mercados y rentabilidades.

Es posible, y quizás un sería un buen método de inversión que, la banca privada o bien asesores financieros, desarrollen "vehículos de inversión colectiva", para que pequeños inversores se agrupen y deleguen las decisiones de inversión en diferentes SPAC y posteriormente asesorarles en las decisiones que tendrían que tomar a la hora de decidir si continúan o no en cada una de las SPAC en las que se ha materializado la inversión.

Es una figura que parece necesaria y que ayudaría a muchos pequeños inversores a destinar su ahorro a un producto de inversión, que bien asesorados les puede ofrecer alta rentabilidad.

Desde luego no es una inversión fácil ni al alcance de cualquiera, sobre todo los dos primeros años hasta que la operación de

adquisición de la empresa target esté decidida.

Por lo tanto, cabría esperar que alguno de los reguladores del mercado, o bien la interpretación de MIFID, limiten en parte el acceso a este vehículo de inversión, si no es bajo el asesoramiento de un profesional.

En caso contrario, cabe esperar una sustancial modificación de las condiciones de acceso a cotizar de las SPAC, con el objeto de mejorar las carencias de información y transparencia que tienen en la actualidad.

Entre estos requisitos se espera la obligación de publicar más información relativa a los efectos de dilución de los inversores, así como de las previsiones y provisiones para los siguientes ejercicios de la compañía fusionada.



### 3.3.5. Agente Colocador.

En los últimos 15 meses, los bancos de inversión estadounidenses han jugado un papel muy importante en la captación de inversores para las SPAC, llegando a cobrar una comisión del 5% del capital movilizado, incluyendo el aseguramiento de la operación. En los últimos meses estas tarifas están siendo más competitivas.

Las Spanish SPAC requieren también de instituciones que ayuden a atraer inversores. En España operan la mayoría de los Bancos de Negocios o Inversión más importantes del mundo, que podrían realizar la actividad de captación de fondos para las SPAC españolas, ante la ausencia de instituciones nacionales especializadas en esta actividad. Si bien, cobrando unas comisiones más competitivas, adaptadas al tamaño de las Spanish SPAC.

Como quiera que las primeras etapas de las SPAC están orientadas fundamentalmente a inversores cualificados, la intervención de estos bancos se hace imprescindible para coordinar la captación del grupo promotor de inversores.

En cuanto a las comisiones, además de un ajuste a la baja de estas es recomendable que se cobren en dos tramos. El primero, alrededor de un 40% en el momento de arranque de la SPAC, y el resto en el momento del cierre final de la operación, una vez fijada la cifra final de inversores que se mantienen en el proyecto.

### 3.3.6. El PIPE.

El PIPE, tal y como se ha desarrollado en el punto 2.5. de este informe, tiene como finalidad el ayudar a los *Sponsor* a cerrar la operación de adquisición de la empresa objetivo, en caso de que los fondos finalmente disponibles una vez sometida a la junta la propuesta de adquisición, no sean suficientes para pagar el precio de la empresa adquirida.

Es en estos casos donde estos inversores son necesarios para poder cubrir las cantidades que faltan.

En principio cabe pensar que en España estas cifras estén cubiertas, sobre todo por fondos de capital riesgo, que una vez conocida con detalle la operación de cierre de la empresa

*target*, y con un descuento sobre el precio de cierre, se comprometan a abonar la diferencia.

Estamos en un escenario de oportunidades empresariales post-COVID que puede ser único para ambas partes. Ya que las SPAC pueden pasar de ser un competidor, a ser un aliado para detectar y conseguir determinadas inversiones que de otra forma no se lograrían.

Esta situación se hace más atractiva para los fondos de capital riesgo extranjeros, ya que, para ellos tener unos *Sponsor* locales, realizando estas tareas de localización y cierre de operaciones, puede ser muy favorable.



En el 2020, los inversores internacionales, fueron protagonistas del 75% del volumen invertido.

Según el último informe de ASCRI relativo al ejercicio 2020, en la actualidad junto a la gran oferta en deuda y el "dry powder" los fondos españoles dispone entre 4.500 y 5.000 millones de euros de *equity* disponible para invertir.

Por lo tanto, cabe esperar que una parte de los mismos se destinen a los diferentes PIPE y se materialice esta oportunidad de colaboración como uno de los factores de éxito de las SPAC en España.

Asimismo, los vehículos de inversión colectiva también podrían invertir en la PIPE.

En definitiva, las Spanish SPAC pueden ser muy atractivas como vehículo de inversión y de rápida incorporación de PYMES a los Mercados de Capitales. Ahora bien, hay que adaptar la figura a la realidad española.

---

### **Para más información:**


Grupo ArmanexT  
ArmadatA Asesores S.L.  
Tel. 911 592 402 / 910 563 580  
Email: [info@armadata.es](mailto:info@armadata.es)





GRUPO  
ARMANEXT

 ArmanexT  
ArmadaT

 [www.armanext.com](http://www.armanext.com)  
[www.armadata.es](http://www.armadata.es)