

# SPACS: ¿ES ORO TODO LO QUE RELUCE?

## SPACS: IS ALL THAT GLITTERS GOLD?

ISABEL FERNÁNDEZ TORRES

*Profesora Titular de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid*

---

### SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN.
- II. ¿CÓMO OPERA UNA SPAC?
- III. INCENTIVOS PERVERSOS: RIESGOS Y CONFLICTOS DE INTERÉS.
- IV. MEDIDAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS EFECTOS PERVERSOS.
- V. BIBLIOGRAFÍA.

**Resumen:** Las SPAC existen desde hace décadas en EE.UU. y suelen ser el último recurso para las pequeñas empresas que, de otro modo, habrían tenido problemas para conseguir dinero en el mercado abierto. Pero recientemente se han vuelto más frecuentes debido a la extrema volatilidad del mercado causada, en parte, por la pandemia mundial. Las SPAC son una de las tendencias más candentes en Wall Street y se han convertido en un tema de gran interés en la actualidad en Europa, hasta el punto de que se ha lanzado una consulta pública en el Reino Unido para introducir nuevas normas para las empresas cotizadas, mientras que en España se ha presentado una modificación de la Ley de Sociedades de Capital el pasado 5 de mayo de 2021. Algunos comentarios recientes han hecho referencia a una burbuja de SPAC e incluso a un boom de SPAC. Sin embargo, algunos de esos comentarios se centran sólo en algunas de las operaciones exitosas, evitando algunas características clave de la complejidad, los riesgos y los costes ocultos de las SPACs.

**Abstract:** SPACs have been around for decades in the EEUU and often existed as last resorts for small companies that would have otherwise had trouble raising money on the open market. But they've recently become more prevalent because of the extreme market volatility caused, in part, by the global pandemic. SPACs are one of the hottest trends on Wall Street and have become a subject currently of great interest in Europe to the point that a public consultation has been launched in the United Kingdom to introduce new rules for listed companies whereas in Spain an

amendment of the Company Law has been presented last 5 th of May, 2021. Some recent commentary has referred to a SPAC bubble and even to a SPAC hype. Nevertheless, some of them focus only on some of the successful deals avoiding some key features of SPACs' complexity, risks and hidden costs.

**Palabras clave:** SPACs, conflictos de interés, riesgos, incentivos perversos.

**Keywords:** SPACs, conflicts of interest, risks, perverse incentives.

### I. INTRODUCCIÓN

Las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición o más conocidas en el mercado financiero por su acrónimo en inglés, SPACs, son (en los términos del Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión publicado el 5 de mayo de 2021, (art. 535 bis LSC): «...aquella(s) que se constituya(n) con el objeto de adquirir la totalidad o una participación en el capital de otra sociedad o sociedades cotizadas o no cotizadas, ya sea directa o indirectamente, a título de compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u otras operaciones análogas y cuyas únicas actividades hasta ese momento sean la oferta pública de valores inicial, la solicitud a admisión a negociación y las conducentes a la adquisición que, en su caso, sea aprobada por la Junta General de accionistas».

En una primera aproximación podríamos decir que las SPACs son sociedades cuyo objetivo es captar capital a través de una Oferta Pública de Venta con el fin de adquirir o de fusionarse en un plazo de dos años con una sociedad (cerrada pero que ha alcanzado un cierto grado de madurez) para, posteriormente, cotizar en el mercado. Constituyen, en definitiva, una alternativa al procedimiento habitual o tradicional de acceso a cotización en el mercado que no siempre está al alcance de todas las sociedades, especialmente de las sociedades cerradas<sup>(1)</sup>.

Las SPACs –tal y como ya tuvimos ocasión de señalar en un trabajo anterior<sup>(2)</sup>– son el resultado de la evolución primero de las *Blind Pool Companies* de los años 20 y después de las *Blank Check Companies* de los años 80. En los años 90, el contexto de crecimiento y expansión económica unidos a la necesidad de las pequeñas empresas de acceder a nueva financiación, pusieron los cimientos para una nueva generación de *Blank Check Companies*, las SPACs diseñadas para solventar algunos de los obstáculos o dificultades que las *Blank Check Companies* habían suscitado. Las SPACs

---

(1) LAZARD, R. B., «SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets», *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008, núm. 3, p. 68; RUND, J./VITTORIO, A., «Blank Check» Companies See Revival as Big names Embrace Trend, *Bloomberg Law*, 2019, núm. 24; OSIPOVICH, A., «Blank-Check Boom Gets Boost From Coronavirus», *Wall Street Journal*, 2020, núm. 13. <https://www.wsj.com/articles/blank-check-boom-gets-boost-from-coronavirus-11594632601>.

(2) FERNÁNDEZ TORRES, I., «Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español», *RDBB*, 2021, núm. 163.

como tales, es decir, en su configuración actual, surgen en el mercado financiero en concreto en 2003 (año en el que se produce una sola adquisición) y desde entonces han conocido un desarrollo creciente, casi exponencial, y una expansión geográfica que no conoce fronteras.

El escaso éxito de las primeras SPACs quizás pueda explicarse por el estallido de la burbuja de internet que provocó que el proceso tradicional de salida a bolsa fuera relativamente fácil y extremadamente beneficioso para las pequeñas empresas (1993-2004). Sin embargo, a partir de ese momento, fueron desarrollándose y adaptando su configuración a las necesidades detectadas (es lo que se conoce como SPACs de segunda y tercera generación respectivamente). Su expansión se vio favorecida, en gran medida, por dos circunstancias: por un lado, en el año 2008 *Nasdaq Stock Market, Inc.* («Nasdaq») y la Bolsa de Nueva York («NYSE») permitieron, por primera vez, que las SPACs cotizaran en el mercado regulado (con anterioridad lo hacían en mercados OTC)<sup>(3)</sup>; y, por otro, se suprimió el derecho de voto sobre la adquisición de la sociedad *target* dejando así a los administradores un amplio margen de maniobra eliminando, incluso, en las últimas que se han constituido, el

---

(3) Hasta 2005, las SPACs, tal y como ya hemos mencionado, cotizaban en mercados OTC. El 30 de junio de 2005, la *American Stock Exchange* autoriza la cotización de la primera SPAC en su mercado (KRUS, C./PANGAS, H., «The SPAC phenomenon: A Discussion of the Background, Structure and Recent Developments Involving Special Purpose Acquisition Companies», *Sutherland Asbill & Brennan LLP*, 2006 <https://www.mondaq.com/unitedstates/corporate-governance/41456/the-spac-phenomenon-a-discussion-of-the-background-structure-and-recent-developments-involving-special-purpose-acquisition-companies>; GÜNTHER, D., «Special Purpose acquisition companies und die ineffizienz des kapitalsystems», *De Gruyter*, 2021, pp. 20-23). La SPAC queda así sujeta a las reglas de gobernanza impuestas por AMEX lo que implica, entre otras cuestiones, la necesidad de contar con un Comité de auditoría y un Código de buen gobierno (poniendo especial énfasis en la independencia de los miembros tanto del Consejo de administración como del Comité de auditoría), *vid.* KARMELE, R. S., «The future of corporate governance listing requirements», *SMU Law Review*, 2001, núm. 54, pp. 330-332 <https://core.ac.uk/download/pdf/147631788.pdf>. Además, se reservan el derecho de vetar una SPAC atendiendo simple y llanamente a la reputación del equipo de gestión, la remuneración prevista así como la inversión realizada.

En 2008, NASDAQ y NYSE siguieron esta misma tendencia e introdujeron normas específicas para la admisión a cotización de las SPACs: RIDGWAY, M./PFLAUM, M. L., «Exchanges for listing SPACs- a shifting landscape, Corporate Counsel» *Business Journal*, 1 de enero de 2009, <https://cbbjournal.com/articles/exchanges-listing-spacs-shifting-landscape>. Ambas se dotan de unas reglas muy similares a las introducidas por Amex. *Securities And Exchange Commission* (Release No. 34-57499; File No. SR-NYSE-2008-17), *Notice of Filing of Proposed Rule Change to Adopt New Initial and Continued Listing Standards to List Special Purpose Acquisition Companies*, 14 de marzo de 2008, <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2008/34-57499.pdf>; CASTELLI, T., «Not Guilty by Association: Why the Taint of Their "Blank Check" Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies», *Boston College Law Review*, vol. 50, 2009, pp. 237 y ss, en particular, p. 262.

Sobre las reformas reglamentarias implementadas en ambos mercados, *vid.* MURRAY, J., «Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations», *Review of Integrative Business and Economics Research*, 2017, núm. 2, pp. 1-27, pp. 8 y ss. [http://buscompress.com/uploads/3/4/9/8/34980536/riber6-2\\_01k17-074\\_1-27.pdf](http://buscompress.com/uploads/3/4/9/8/34980536/riber6-2_01k17-074_1-27.pdf).

La primera SPAC que hizo uso de una oferta pública de compra fue la *57th St. Gen.Acquisition Corp.*, MAGNAS, J., «A New SPAC Structure May Lead to Renewed Interest in SPAC Offerings», *Bloomberg Law Reports*, 2011, núm. 8 <https://media2.mofo.com/documents/110401-a-new-spac-structure-may-lead-to-renewed-interest-in-spac-offerings.pdf>.

derecho de separación o salida sustituido por una suerte de oferta pública de compra formulada por la SPAC entre sus accionistas<sup>(4)</sup>.

No pretendemos volver ahora sobre todo ello pues estas cuestiones fueron objeto de un extenso desarrollo en un trabajo anterior al que ahora nos remitimos<sup>(5)</sup>. En aquel trabajo me hacía eco del creciente interés del mercado y, en especial, del europeo por proveer un marco legal satisfactorio y atractivo para los inversores extranjeros deseosos de invertir en compañías europeas. Fruto de ese interés, los supervisores nacionales de distintos Estados miembros de la Unión Europea han lanzado consultas y han manifestado su interés por contribuir a que los mercados europeos resulten atractivos para los inversores<sup>(6)</sup>. En este clima surge –en concreto– la propuesta de Anteproyecto de Ley de Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión a que hemos hecho referencia.

Es por todos conocido que en estos últimos meses dos compañías españolas – *Wallbox* y *Codere on-line*– han pasado a cotizar en el mercado a través de esta fórmula. Frente a la ebullición de las cifras en EEUU<sup>(7)</sup>.

Year	IPO Count	Gross Proceeds (mms)	Average IPO Size (mms)
2021	403	119,731.8	297,1
2020	248	83,354.0	336,1
2019	59	13,600.3	230,5
2018	46	10,751.9	233,7
2017	34	10,048.5	295,5
2016	13	3,499.2	269,2
2015	20	3,902.5	195,1
2014	12	1,749.8	145,8
2013	10	1,455.3	145,5
2012	9	490,5	54,5
2011	15	1,081.5	72,1
2010	7	502,5	71,8
2009	1	36	36

Fuente: Spacinsider.com.

(4) MURRAY, ob. cit., p. 10.

(5) Sobre la evolución de la figura y sus precedentes, *vid.* FERNÁNDEZ TORRES, ob. cit.

(6) No obstante, también parecen estar en la agenda de las SPACs: «SEC Announces Annual Regulatory Agenda», *U.S. Sec. & Exch. Comm'n*, 2021 <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-99>); pero también en la Cámara de Representantes: [Discussion Draft] HR...: *To Amend the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 to Exclude Certain Special Purpose Acquisition Companies from Safe Harbor for Forward-Looking Statements, and for Other Purposes*, 117 Cong., 2021 [https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/5.24\\_bills-117pih-hr\\_pdf](https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/5.24_bills-117pih-hr_pdf).

(7) Los datos de SPAC *Analytics* son similares en 2021: 434 operaciones con un montante de 129,913 (mms), de las que 149 han anunciado una operación de adquisición (por importe de 43,792 mms), 367 han completado la adquisición (por importe de 85,529 mms) y sólo 90 han sido liquidadas (12,451 mms). Fuente: <https://www.spacanalytics.com>.

las salidas a Bolsa de estos vehículos en Europa son todavía casi testimoniales; la inmensa mayoría de los promotores europeos optan por lanzar sus proyectos en la Bolsa de Nueva York<sup>(8)</sup> (caso de *Wallbox*) y sólo en algunos casos se inclinan por Holanda<sup>(9)</sup> o Luxemburgo (caso de *Codere-on line*). Los datos revelan que las SPACs han invertido 52.840 millones de dólares en Europa hasta julio del año en curso<sup>(10)</sup>.

Las cifras ponen de manifiesto el interés y atractivo que suscita este vehículo en el mercado al que suelen atribuir las siguientes ventajas<sup>(11)</sup>: por un lado, para las sociedades cerradas, constituye una forma de salir a cotizar al mercado más rápida y menos gravosa que una OPV tradicional pues se evitan muchos de los costes generalmente asociados a ésta<sup>(12)</sup>; además, proporciona certeza en cuanto al precio –que queda fijado previamente– y al proceso de ejecución<sup>(13)</sup>; para los socios fundadores, es una forma de captar fondos propios sin necesidad de recurrir a otros inversores aportantes de capital; desde la perspectiva de los accionistas teniendo en cuenta que el dinero debe mantenerse en una cuenta de depósito en garantía y que solo puede

---

(8) Más o menos, el 25% de las SPACs europeas han optado por cotizar en EEUU en lo que va de año (el año pasado el porcentaje representaba el 55%).

(9) Amsterdam es a día de hoy el epicentro europeo de las SPACs tras recaudar en el primer semestre del año más de 2000 millones de dólares; seguido de Francia con 1540 millones de dólares o Luxemburgo con 1290 millones de dólares.

(10) Nos remitimos al informe de según *White & Case*, «*European SPACs data hub*», julio 2021 <https://www.whitecase.com/publications/insight/european-spacs-data-hub?s=European%20SPACs>.

(11) Sobre las SPACs como alternativa a las OPVs tradicionales: KOLB, J./TYKVOV, T., «Going Public Via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs Do Not Turn into Princes», *Revista de Finanzas Corporativas*, 2016, vol. 40, (estudiando la «ola de SPAC de nueva generación»); *vid.* también SPAC IPO: «Background and Policy Issues», *Cong. Res. Serv.*, 2021, vol. 2 [https://www.everycrsreport.com/files/2021-04-05\\_IF11655\\_4d2b4bdd53b31f9f185a499f19dd4c8a11e42fae.pdf](https://www.everycrsreport.com/files/2021-04-05_IF11655_4d2b4bdd53b31f9f185a499f19dd4c8a11e42fae.pdf) (afirmando que «las SPAC IPOs han superado a las IPOs durante los tres primeros meses de 2021»); RODRIGUES, U./STEGEMOLLER, M., «SPACs: Insider IPOs», 2021, pp. 14 y ss. <https://ssrn.com/abstract=3906196>.

(12) Un proceso de salida a bolsa tradicional puede tener una duración aproximada de entre 4 y 6 meses. Además de los acuerdos internos, la auditoría que debe realizarse y otras cuestiones comprendidas en los deberes de *due diligence*, deben cumplirse con diversas exigencias establecidas por el supervisor quien verifica el cumplimiento de todos los requisitos necesarios para que una empresa salga a Bolsa, vigila la publicidad relativa a la operación, aprueba el folleto informativo y exige la presentación de la información financiera periódica y de los hechos relevantes. La duración se reduce en el caso de la fusión o adquisición de una sociedad cerrada por parte de la SPAC (BRAU, J. C./FRANCIS, B./KOHERS, N., «The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence», *The Journal of Business*, 2003, Vol. 76, núm. 4, p. 583); GLEASON, K. C./ROSENTHAL, L./WIGGINS, R. A., «Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers», *Journal of Corporate Finance*, 2003, vol. 12, pp. 54-79.

(13) En una OPV tradicional el precio de colocación de las acciones es uno de los componentes esenciales que van a determinar el éxito de la salida. En las colocaciones de acciones suele establecerse una horquilla generalmente orientativa de precios máximo y mínimo. Una vez cerrado el periodo de prospección de la demanda, se fija el precio definitivo de colocación de las acciones. Es habitual que, previo al proceso de colocación, se realice un *roadshow* en el que la compañía, acompañada de representantes de sus agentes colocadores, se reúna individualmente o en grupo con inversores que potencialmente comprarán las acciones ofertadas. Suele durar entre ocho y doce días, en los que se visitan las principales plazas financieras donde habrá inversores potencialmente interesados en la compañía.

Por el contrario, en el caso de la SPAC el precio se fija de antemano.

ser utilizado para ejecutar la operación si ésta es aprobada (es decir, la *business combination operation*)<sup>(14)</sup>, proporciona una notable protección frente a posibles problemas de agencia<sup>(15)</sup> y constituye, en última instancia, una alternativa de inversión relacionada con operaciones de M&A a las que normalmente no tienen acceso.

Ese interés y el boom quizás, incluso, la burbuja a la que estamos asistiendo se deba, al menos en parte, tanto a cómo la prensa pone el acento en los elementos más positivos asociados a este instrumento<sup>(16)</sup> como al hecho de que son muchos los famosos que han invertido en este tipo de proyectos<sup>(17)</sup>.

Sin embargo, una lectura atenta de la literatura académica y un análisis pormenorizado de los datos ponen de relieve que, por la propia configuración de este instrumento, ello no es siempre así: existen costes asociados a la operación que, a veces, en las valoraciones no se tienen en cuenta; los incentivos que mueven a cada uno de los partícipes son asimétricos incluso podría decirse que existen incentivos perversos que hacen que unas veces se producen pérdidas para algunos inversores mientras que otros son beneficiados<sup>(18)</sup>.

Trataremos, a continuación, de analizar si las ventajas tradicionalmente atribuidas a este vehículo son realmente tales o si, por el contrario, lleva aparejados riesgos y desventajas que debieran ser advertidos. Las SPACs parecen estar rodeadas de un aura no siempre justificada porque los datos revelan que los rendimientos, al término de la operación, no son tan elevados como sería esperable o deseable. Una correcta valoración de estas cuestiones requiere que, previamente, nos refiramos a la propia operativa de este instrumento.

---

(14) KRUS/PANGAS, *loc. cit.*

(15) SHACHMUROVE, Y./VULANOVIC, M., «SPAC IPOs», *Oxford Handbook of IPOs*, 2018; ZBW, Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften, Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft, Kiel und Hamburg; DI BAIQ, M./DI GIOIA, P., «Special Purpose Acquisition Companies: Advantages and Disadvantages of the Markets' Own Response to a More Stringent Regulation», *LLR*, 2021, núm. 1, pp. 54-55; HURT, C., «Moral Hazard and the Initial Public Offering», *Cardozo L. Rev.*, 2005, vol. 26, p. 711; ARMOUR J./HANSMAN, H./KRAAKMAN, R., «Agency Problems and Legal Strategies», en *The Anatomy of Corporate Law*, KRAAKMAN (dir.), 3.ª ed., Oxford University Press, 2017, núm. 45.

(16) De hecho, la prensa rara vez se ocupa de aquellas SPACs que no han resultado un éxito: MARVIN, K., «VectoIQ Acquisition Corp. (VTIQ) to Combine with Nikola Corporation», *Spacinsider*, 2020 <https://spacinsider.com/2020/03/03/vectoiq-to-combine-with-nikola-corporation/>; GOLDSTEIN, M./CHOKSHI, N., «Nikola Founder Is Charged with Fraud in Rebuke to Wall Street», *New York Times*, 2021, p. 44 de <https://www.nytimes.com/2021/07/29/business/nikola-trevor-milton-fraud.html?searchResultPosition=1>; GOLDSTEIN, M. et al., «Truckmaker that Can't Afford to Make Trucks, Is on the Brink», *New York Times*, 2021 <https://www.nytimes.com/2021/06/14/business/lordstown-motors-steve-burns-julio-rodriguez.html>.

(17) RAMKUMAR, A., «The Celebrities from Serena Williams to A-Rod Fueling the SPAC Boom», *The WALL Street Journal*, 2021 <https://www.wsj.com/articles/the-celebrities-from-serena-williams-to-a-rod-fueling-the-spac-boom-11615973578>.

KELLY, K., «SPACs Went Up, Then Down, but They're Not Out», *The New York Times*, 2021 <https://www.nytimes.com/2021/08/21/business/dealbook/spac-market-future.html>.

(18) KLAUSNER, M., «A sober look at SPACS», *Stanford University*, 2020, p. 6; OKUTAN NILSON, G., «Incentives Structure of Special Purpose Acquisition Companies», *European Business Organization Law Review*, 2018, vol. 19, p. 253.

## II. ¿CÓMO OPERA UNA SPAC?

Antes de la salida a bolsa<sup>(19)</sup>, el promotor de la SPAC adquiere un paquete de acciones ordinarias (a valor nominal) equivalente al 25% de la Oferta Pública de Venta (más o menos al 20% de los fondos que se obtengan con la OPV)<sup>(20)</sup>, acciones que no son transmisibles en tanto no se ejecute la *business combination*<sup>(21)</sup>. Adicionalmente, en la OPV, se emiten «unidades» que consisten en una acción y un warrant y, en algunos casos, un derecho o una fracción de acción cuyo precio se fija, generalmente, en 10 dólares por unidad<sup>(22)</sup>. Los ingresos de la OPV (al menos el 90%) en EEUU se depositan en un fideicomiso y el efectivo sólo puede utilizarse (a) para adquirir una empresa, (b) para contribuir al capital de una empresa con la que la SPAC se fusione, (c) para reembolsar las acciones, en su caso, o (c) para distribuir a los accionistas en caso de que la SPAC no consiga llevar a cabo una fusión. El esquema de las SPACs se completa con una estructura y un sistema de compensación<sup>(23)</sup> en virtud del cual por un lado, se autoriza a los administradores a comprar acciones (hasta un 20%) a valor nominal (que, sin embargo, no podrán liquidar en tanto no se ejecute la operación de adquisición) y, por otro, se admite que los fundadores –con ocasión de las colocaciones privadas conocidas como *Private Investment in Public Equity*-PIPE– adquieran «Unidades Adicionales» esto es, paquetes de acciones ordinarias con «warrants» o derechos<sup>(24)</sup>.

(19) Sobre la mecánica de una SPAC: RODRIGUES/STEGEMOLLER, ob. cit., pp. 10 y ss.

(20) Por lo general se establece que el valor de la sociedad *target* sea por lo menos igual al 80% de los fondos captados con la OPV. Vid. SELZNER, H., «Spac Transactionen in Deutschland», *ZHR*, 2010, vol. 74, p. 322; RIEMER, D. S., «Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?», *Wash. U. L. Rev.*, 2007, 931, 85, p. 950 [https://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol85/iss4/5](https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5); LAYNE, R./LENAHAN, «Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2008 <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>.

(21) HALE, L. M., «SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone», *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, January/February, 2007 (n 6).

(22) Ese es el precio al que se suelen emitir esas acciones y al que se transmiten las «unidades». También es el precio al que se suelen valorar en el momento de la fusión o adquisición aun cuando en ese momento la SPAC tenga de media sólo un 6,67% de efectivo por acción. Ello significa que -entre el momento de la emisión de las acciones y la adquisición/fusión con la *target*- el capital se diluye en torno a un 50% como consecuencia de los costes asociados a la operativa que doblan prácticamente los que corresponderían en caso de una salida a bolsa tradicional. Y es que, además, tal y como veremos el derecho de separación que se reconocen no hace sino incrementar los costes.

(23) MOELLER, A., «Alternative Initial Public Offering Models», *Mohr Siebeck*, 2016, pp. 15-17.

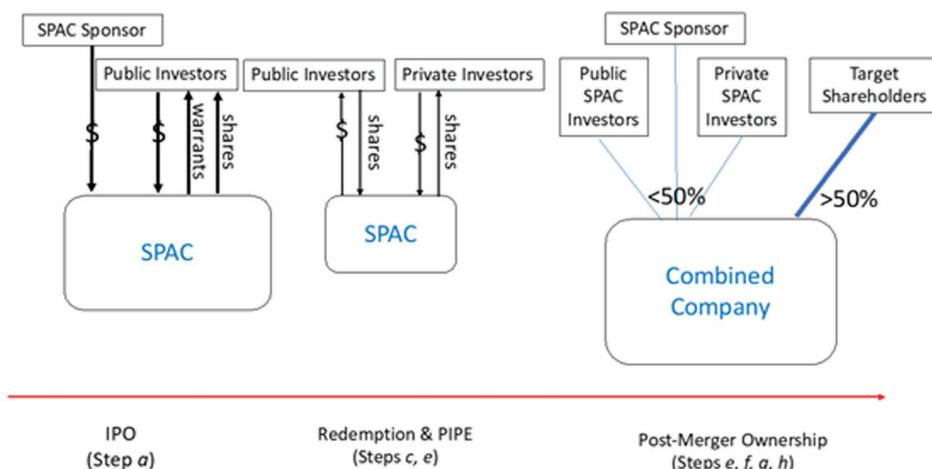
(24) En ocasiones, a estos terceros que invierten en la SPAC antes de la realización de la *business combination*, se les asignan acciones, *warrants* o derechos adicionales de forma gratuita lo que, en definitiva, no viene sino a reducir el «efectivo» pagado.

PICKER, L./SHAH, R., «How Financing SPAC Takeovers Became Wall Street's New Favorite Trade», *CNBC*, 2021 <https://www.cnbc.com/2021/01/25/how-financing-spac-takeovers-became-wall-streets-new-favorite-trade.html>; FELDMAN, D. N., «Reverse Mergers + PIPES: The New Small-Cap IPO», Reprinted and Updated from PIPES: Revised and Updated Edition - A Guide to Private Investments in Public Equity. *Bloomberg Press*, 2005; vid. también, en general, SJOSTROM, W. K. Jr., «PIPEs», 2 *Entrepreneurial Bus. L.J.*, 2007, pp. 743-760.

La SPAC dispone de aproximadamente 18 meses para identificar un objetivo de integración y llevarla a cabo (a lo sumo, el plazo se eleva a los 2 años)<sup>(25)</sup>; caso de no hacerlo, deberá liquidarse y los fondos deberán distribuirse entre los accionistas. La protección de los accionistas se garantiza a través de las siguientes medidas: i) la indisponibilidad de los fondos obtenidos con la OPV; ii) el poder de decisión sobre la operación de adquisición, iii) la determinación de un horizonte temporal para la realización de la operación<sup>(26)</sup> y, iv) el reconocimiento de una suerte de derecho de separación si la operación de fusión propuesta no resulta de interés para los accionistas.

Gráficamente, la operativa podría presentarse de la siguiente manera:

Figure 1: The SPAC Merger Process



«A Sober Look at SPACs» *Posted by Michael Klausner (Stanford University), Michael Ohlrogge (NYU), and Emily Ruan (Stanford University), on Thursday, November 19, 2020, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>.*

El gráfico quedaría incompleto si no se mencionara quiénes invierten en una SPAC. Algunos autores han señalado que los inversores minoristas invierten en una SPAC atraídos por la capacidad y la confianza depositada en los fundadores así como en los administradores para identificar un objetivo atractivo, negociar un buen acuerdo y ayudar a la empresa a producir valor después de la fusión<sup>(27)</sup>. Otros autores

(25) DIMITROVA, L., «Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, the Poor Man's Private Equity Funds», *Journal of Accounting and Economics*, 2017, vol. 63, núm. 1.

(26) SELZNER, ob. cit., pp. 327 y ss.

(27) RODRIGUES, U./STEGEMOLLER, M., «Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs», *37 Del. J. Corp. L.* 849, 2012 [https://digitalcommons.law.uga.edu/fac\\_artchop/923](https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/923).

–basándose en informes del mercado– advierten que son principalmente los *Hedge Funds* quienes invierten en las OPV realizando operaciones en el mercado que no reflejan si no su escasa intención de mantener su inversión tras la fusión<sup>(28)</sup>. Ello se explica por un lado, por el derecho de reembolso que se reconoce a los accionistas si la operación no llega a buen puerto y, por otro, por el derecho de separación que se atribuye a los accionistas si éstos no están de acuerdo con la fusión o adquisición propuesta. En ambos casos se garantiza a los accionistas recuperar lo invertido más los intereses; adicionalmente, en el caso de que se ejercite el derecho de separación, los accionistas pueden conservar los *warrants* que pueden vender, posteriormente, en el mercado (el precio de un *warrant* suele fijarse a 1,50 dólares por encima del precio de reembolso de las acciones, el camino para que los *warrants* tengan valor es que se produzca una fusión). Los términos ventajosos de este derecho de reembolso favorecen que el porcentaje de desinversiones sea extraordinariamente elevado al mismo tiempo que las sociedades se ven abocadas a buscar nuevas fuentes de financiación que les permitan adquirir la sociedad *target*. De hecho, es frecuente que una SPAC acabe con menos de la mitad del capital de la *target* en manos de los suscriptores de las acciones de la SPAC lo que explica que no haya implicación o interés en la operativa de la sociedad por parte de los accionistas/inversores. Por otro lado, se observa que es frecuente que el precio de las acciones en el año siguiente a la operación de fusión o adquisición caiga un tercio o más lo que significa que los accionistas que permanecen en la sociedad son quienes asumen, en última instancia, todos los costes o pérdidas<sup>(29)</sup>.

En definitiva, como tendremos ocasión de comprobar, se trata de un vehículo de inversión susceptible de ser utilizado para especular en el mercado. Los intereses que mueven a unos y otros no solo no son siempre coincidentes sino que, incluso, pueden resultar contrapuestos.

### III. INCENTIVOS PERVERSOS: RIESGOS Y CONFLICTOS DE INTERÉS

En una SPAC hay 3 grupos de actores que desempeñan un papel relevante: por un lado, los fundadores o promotores que desempeñan el cargo de administradores de la SPAC, los suscriptores (uno o más bancos de inversión que se ocupan de la colocación en el mercado) y, por último, los accionistas. Cada uno de estos actores se mueve guiado por su propio interés lo que revela en una primera aproximación que para que este vehículo resulte atractivo, es necesario encontrar un adecuado equilibrio o armonía entre los distintos intereses en juego.

Los fundadores de las SPACs, generalmente gestores muy cualificados con reputación en el mercado, son los principales impulsores del proyecto, quienes lo diseñan,

---

(28) La media de desinversión supera el 90% incrementándose dichos porcentajes en el caso de los *Hedge Funds*, que se sitúan cerca del 100%. KLAUSNER, *loc. cit.*

(29) RODRIGUES/STEGEMOLLER, *loc. cit.*

lo preparan y buscan la financiación necesaria para su puesta en marcha<sup>(30)</sup>. Como contraprestación a su labor, sin embargo, no perciben una remuneración ni ninguna otra compensación en efectivo. La rentabilidad a su inversión viene por otros cauces, de ahí que sea necesario entender la mecánica de una SPAC. Los fundadores, con la OPV, adquieren –a valor nominal– acciones de la SPAC (un paquete representativo del 20% del capital, como mínimo, de lo captado en la OPV)<sup>(31)</sup>. Ello significa que ponen en el mercado el 80% de las acciones y conservan el 20% diluyéndose inmediatamente la participación de los accionistas que acaban aportando el grueso del capital a cambio de solo un 80% de las acciones.

Adicionalmente, es decir, además de ese paquete accionarial inicial, los fundadores suelen adquirir con la OPV acciones con lo que pretenden cubrir las comisiones de suscripción y los gastos en que se incurre durante el proceso de búsqueda de un objetivo. Esta inversión adicional puede, de alguna manera, generar asimetrías en los incentivos e intereses que mueven a accionistas y fundadores. Si la SPAC no consigue alcanzar un acuerdo con una entidad *target*, la inversión se perderá y, por el contrario, si se realiza con éxito la *business combination* su participación del 20% resultará extremadamente valiosa<sup>(32)</sup>. Ahí reside el principal incentivo –económico–, la principal motivación para que los fundadores completen una adquisición antes de la fecha de vencimiento y ello con independencia de la bondad de la misma<sup>(33)</sup> (al margen de que, evidentemente, un fracaso tendría consecuencias para su reputación). A ello debe añadirse –aunque nos referiremos a esta cuestión más adelante– el hecho de que podrán vender los *warrants* o derechos en cualquier momento, obteniendo así beneficios económicos con carácter inmediato.

Las motivaciones de los suscriptores también merecen atención<sup>(34)</sup>. Los asesores, colocadores etc., en general, tienen interés en que se lleve a cabo la *business combination* porque es habitual que una parte de su remuneración se aplace y se

---

(30) HEYMAN, D. K., «From Blank Check Company to SPAC: the Regulator's response to the Market, and the Market's response to regulation», *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2007, vol. 2; D'ALVIA, D., «SPAC: A Comparative Study Under US, Asia and Italian Corporate Framework. Soft Law vs. Hard Law», 2014 (n 13) <https://ssrn.com/abstract=2476867>.

(31) Asumen el compromiso de no vender sus acciones antes de que se realice la adquisición o, a veces, durante un período determinado: JENKINSON T./SOUSA M., «Why SPAC Investors Should Listen to the Market», 2009, p. 6. <https://ssrn.com/abstract=1331383>.

El número de acciones que se pueden adquirir con un *warrant* oscila entre un cuarto y una acción, dependiendo de cada entidad. El precio de venta de la unidad suele fijarse en 11,50 dólares.

En muchos casos ha sido habitual que se estableciera un canje de un derecho por 1/10 de una acción sin coste adicional alguno si culminaba con éxito la operación de adquisición.

(32) LIN, C./OFFICER, M./ZOU, H., «Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes», *J. Financ. Econ*, 2011, vol. 102, pp. 507-525.

(33) Tanto más cuanto que de no cerrarse la operación, la SPAC deberá liquidarse y reembolsar el capital a los accionistas perdiendo los promotores lo invertido pues no habrán podido vender ni recuperar su participación, SAVITZ, E., «The new blind pools. Barron's», 2005 <https://www.barrons.com/articles/SB113417937240719118?tesla=yv>.

(34) RODRIGUES/STEGEMOLLER, ob. cit., pp. 20 y ss.

abone al concluirse con éxito la operación. Así, pues tendrán el máximo interés en que ésta se lleve a cabo –con independencia de sus características o bondades– pues en otro caso sólo percibirán una parte de la comisión total.

Las comisiones de suscripción de las SPAC suelen oscilar entre el 5% y el 5,5% de la OPV, lo que es ligeramente inferior a las comisiones típicas de una OPV tradicional que rondan el 7%<sup>(35)</sup>. De ese porcentaje, el pago de entre un 3 y un 3,5% suele quedar condicionado a que se apruebe la operación. En términos relativos, una comisión del 5 o 5,5% es razonable. El problema radica en que ese porcentaje se fija con independencia de cuántos accionistas exijan el reembolso de su inversión y, en consecuencia, de lo finalmente recaudado. Si el 50% de los accionistas ejercita su derecho de separación, la comisión real entonces se eleva a un 10% u 11% y las comisiones rara vez son objeto de reajuste<sup>(36)</sup>. La conclusión es que, proporcionalmente, esta comisión es muy superior a la que se abona en un procedimiento de salida a bolsa tradicional. Desde la perspectiva de la entidad con la que se haya ejecutado la operación, las comisiones no son sino un coste, coste por el efectivo recibido. Así las cosas, cuantas más acciones rescatadas menos beneficio para la *target*.

En cuanto a los accionistas, quizás merezca la pena detenernos un poco más y analizar con cierto detenimiento su posición porque, de alguna manera, son la parte más débil del eslabón aun cuando se prevean reglas que, en última instancia, van dirigidas a su protección. En efecto, es preciso recordar que las SPACs no son sino carcasas que se crean con un fin específico como es el de adquirir o fusionarse con una compañía que ha alcanzado cierta madurez, que necesita financiación y que está interesada en cotizar en un mercado. Pero la SPAC, por sí misma, no tiene ni actividad ni registros financieros que la respalden sino que todo se basa en una previsión a futuro sustentada en la confianza en el buen hacer y conocimientos de los fundadores que es, en definitiva, el único activo de la entidad<sup>(37)</sup>.

A la luz de los datos parece evidente que los accionistas, en general, no tienen especial interés en el éxito de la operación a largo plazo sino que un número importante de inversores buscan, simple y llanamente, una inversión que les proporcione buenos rendimientos. En un primer momento, los inversores de las SPACs eran fundamentalmente *Hedge Funds* y Fondos de *Private Equity*; para ellos, se trata de una posibilidad de inversión a un coste muy bajo y sin riesgo (o casi)<sup>(38)</sup>. Sin embargo, en los últimos tiempos, se observa que han comenzado a invertir también accionistas

---

(35) BELLIN, M./ THOMSON, D., «Considering an IPO? First, understand the costs» <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html#:~:text=Underwriting%20makes%20up%20the%20largest>; HEYMAN, ob. cit. (n 13); LEVINE, M., «SPACs Aren't Cheaper than IPOs yet», *Bloomberg Opinion*, 2020 <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-07-27/spacs-aren-t-cheaper-than-ipos-yet>.

(36) KLAUSNER, *loc. cit.*

(37) D'ALVIA, ob. cit. (n 102).

(38) PITTENGER, M. A./GRISIN, C. M., «When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market», *News and Publications*, 2007, Potter Anderson Corroon LLP <http://www.potteranderson.com/newsroom-publications-57.html>.

minoristas<sup>(39)</sup>. Unos y otros, sin embargo, ni tienen los mismos conocimientos del mercado financiero con los riesgos que ello puede llevar aparejado ni comparten las mismas motivaciones. Por tanto, y aunque son muchas las cuestiones que se podrían destacar sin duda merece la pena resaltar ahora una: la asimetría informativa que existe entre los fundadores y los accionistas por un lado y, por otro, entre los distintos tipos de inversores o accionistas. La información que obra en poder de unos y otros no es la misma, evidentemente y esa asimetría favorece actuaciones oportunistas en busca de un beneficio personal en detrimento de los accionistas minoristas (inmersos en una inversión ciertamente ilíquida<sup>(40)</sup>). De ahí que establecer unos requerimientos de información y de transparencia reforzados sea imprescindible con el fin de que se puedan adoptar decisiones fundadas sobre datos y elementos objetivos. Ahora bien, estas medidas operan *ex ante* y son relevantes pero no son suficientes por sí solas para conjurar los riesgos asociados a esta operativa (y especialmente en el momento de la fusión<sup>(41)</sup>) sino que es preciso que se acompañen de medidas tendentes a reforzar la supervisión por parte de las autoridades nacionales competentes y garantizar el cumplimiento de las obligaciones de transparencia e información<sup>(42)</sup>.

En una SPAC el volumen de desinversiones suele ser elevado y eso sólo significa una cosa: la SPAC es un instrumento que puede ser utilizado y es utilizado para especular. Esa especulación se ve claramente favorecida por el recurso a los *warrants* asociados a la acción de una SPAC y que constituyen un elemento de atracción para los inversores. Recordemos que en la OPV se venden Unidades que comprenden una acción+ un *warrant* (+derecho) cuyo precio suele fijarse en 10 dólares. La transmisión de las Unidades una vez concluida la OPV no implica la transmisión de los *warrants* o de los derechos (en su caso) que su titular conserva y que podrá vender en cualquier momento posterior. En la práctica es como si esos *warrants* se hubieran entregado gratuitamente por lo que cuando su titular los vende es, en principio, a puro beneficio. Todo el sistema de una SPAC está pensado para que, en último término, sus ventajas sean o parezcan que son superiores a las desventajas<sup>(43)</sup>. Sin embargo, deberíamos preguntarnos si esto es siempre así o si, por el contrario, es posible cuestionar esta afirmación.

En este sentido, las compensaciones atribuidas a los fundadores y el ejercicio del derecho de separación reconocida a los accionistas –más concretamente, la ejecución de los *warrants* o derechos– contribuyen a diluir la posición de los accionistas en

---

(39) HEYMAN, ob. cit. Algunos autores señalan que los minoristas, cuando invierten en una SPAC, se encuentran en una situación de vulnerabilidad: KELLY, K., «The Special Meeting to Approve the Merger: How to Handle Retail Investors», *Panel at the 2021 SPAC Conference*, 2021 (n 13).

(40) RODRIGUES/STEGEMOLLER, *loc. cit.*

(41) Sobre los riesgos para los accionistas en el momento de la fusión: RODRIGUES/STEGEMOLLER, *loc. cit.*

(42) MACNEIL, I., «Enforcement and Sanctioning», en *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, MOLONEY/FERRAN/PAYNE (dirs.), Oxford University Press, 2015.

(43) PITTENGER/GRISIN, ob. cit., p. 104.

la sociedad. Son incentivos que operan de forma perversa<sup>(44)</sup>. La rentabilidad que obtienen los accionistas que ejercen su derecho de separación es a costa de quienes permanecen en la sociedad. Si la SPAC da más de lo que recibe en la *business combination* y las acciones después de la operación pierden valor, los accionistas son quienes salen perdiendo mientras que los fundadores ganan. En consecuencia, especialmente a medida que los dos años de vida de una SPAC se acercan a su fin, y las opciones del patrocinador para de una fusión, el patrocinador tiene un incentivo para realizar una operación perdedora para los inversores de la de los inversores de la SPAC si su alternativa es la liquidación.

En definitiva, todo parece favorecer la conclusión de un acuerdo con independencia de que sea bueno, malo o regular porque eso es lo que interesa, en último término, a fundadores y suscriptores<sup>(45)</sup>. Por lo que a los accionistas se refiere, un número importante de ellos desinvierten y/o ejercitan su derecho de separación. Todo ello significa que, en último término, el coste lo acaban asumiendo los accionistas que permanezcan en la entidad tras la adquisición o fusión. La estructura de la SPAC crea incentivos para que los fundadores promuevan y recomienden operaciones a los inversores que no generen suficientes beneficios con el fin de compensar los costes<sup>(46)</sup>.

#### IV. MEDIDAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS EFECTOS PERVERSOS

El régimen de las SPACs es extremadamente complejo y en este trabajo, por razones de espacio, no se ha podido realizar un análisis en profundidad de muchas de las cuestiones que esta temática suscita. Es preciso encontrar soluciones para reducir los costes de agencia y evitar que los fundadores utilicen las SPACs en interés propio al mismo tiempo que se alinean los intereses de los partícipes.

Por un lado, se exige que los fondos obtenidos con motivo de la Oferta Pública de Venta se mantengan en una cuenta de depósito en garantía, donde deben permanecer hasta que se apruebe la compra. Ejecutada la operación, deberá remitirse la información a todos los socios con el fin de que en el plazo de entre 20 y 45 días confirmen su permanencia o no en la entidad. Además, para que los fondos queden liberados de la cuenta de depósito, la operación de adquisición debe representar, al menos, el 80% de los fondos recaudados. Este conjunto de previsiones tuvo ya, en su momento, el efecto deseado: ahuyentar, al menos inicialmente, a los eventuales manipuladores y estafadores<sup>(47)</sup>. Aunque estas medidas son sin duda eficaces, podrían complementarse con un régimen eficaz para los supuestos de incumplimiento.

---

(44) LAKICEVIC, M./VULANOVIC, M., «A Story on SPACs», *ZBW-Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften*, 2012, asunto 4, p. 384 <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/65843/1/A%20Story%20on%20SPACs.pdf>.

(45) RODRIGUES/STEGEMOLLER, ob. cit., pp. 23.

(46) RODRIGUES/STEGEMOLLER, *loc. cit.*

(47) HEYMAN, ob. cit., pp. 539-540; MOELLER, ob. cit., p. 7.

Los comportamientos oportunistas se pueden reducir por un lado, gracias al derecho de reembolso y, por otro, haciendo que los accionistas sean quienes decidan acerca de la *business combination* aun cuando éstos no puede decirse que constituyan una categoría homogénea. La participación de los accionistas en la adopción de las decisiones elimina sin duda ciertos problemas de agencia<sup>(48)</sup>. En EEUU, en las SPACs de última generación se ha prescindido de dicho acuerdo por la sencilla razón de que el peso de ciertos inversores ha jugado un papel determinante condicionando, en ocasiones, sus posibilidades de éxito<sup>(49)</sup>. Todo ello lleva a que en las SPACs de tercera generación se opte por sustituir el mecanismo de reembolso por una Oferta Pública de recompra de las acciones como una alternativa eficaz contra el activismo de ciertos accionistas<sup>(50)</sup>. En definitiva, se decide prescindir del derecho de reembolso desvinculando definitivamente el derecho de voto del derecho a separarse de la sociedad<sup>(51)</sup>. Al suprimir el derecho de voto se elimina cualquier posibilidad de que los accionistas activistas ejerzan presión sobre la entidad y sus administradores al mismo tiempo que deja de existir el riesgo de pérdidas derivadas del ejercicio del derecho de reembolso.

Para alinear los intereses de unos y otros partícipes podría actuarse sobre el régimen de compensación de los fundadores a través de cláusulas *lock-up* que impidan a éstos enajenar sus participaciones durante un cierto período de tiempo tras la adopción del acuerdo de adquisición o fusión<sup>(52)</sup>. Así, si éstos deciden actuar de forma oportunista y cerrar un acuerdo que no sea beneficioso, el resultado del mismo también les afectará parcialmente, generándoles una pérdida. También es posible que, y así se ha hecho en algunas de las SPACs más recientes, que una parte de la retribución se les abone en un momento anterior viendo así recompensado su trabajo de una manera acorde con los esfuerzos realizados en cada momento y con el cumplimiento de objetivos<sup>(53)</sup>; también se podría vincular la remuneración de los fundadores a la rentabilidad o resultados una vez ejecutada la *business combination*<sup>(54)</sup>; asimismo, se ha planteado la posibilidad de vincular la retribución de los fundadores y el beneficio de los accionistas condicionando el reparto de dividendos de los primeros al del de los accionistas. Cualquiera de estas opciones contribuiría sin duda a fomentar la implicación y la sostenibilidad de la entidad a largo plazo.

---

(48) GATTI, M., «The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does it Make?», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2014, vol. 20, p. 73.

(49) CUMMING, D. J./HASS, L. H/SCHWEIZER, D., «The Fast Track IPO- Success Factors for Taking Firms Public with SPACs», *Journal of Banking and Finance*, 2012 [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2144892](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2144892).

(50) La primera SPAC que recurrió a este procedimiento fue *57 th St. Gen. Acquisition Corp.* MAGNAS, *loc. cit.*

(51) MURRAY, *ob. cit.*, p. 10.

(52) OKUTAN NILSON, *loc. cit.*, (n 68). LAYNE/LENAHAN, *loc. cit.*, (n 78); KRUS/PANGAS, *loc. cit.*

(53) RIDGWAY, M./HEDIN, R.-J. G., «Special Purpose Acquisition Corporations: Specs to Consider When Structuring your SPAC - Part II», *CCBJ*, 2006.

(54) DI GIOIA, P./DIERICKX, I./KOZA, M., «Information Asymmetries: How Not to Buy a Lemon in Negotiating Mergers and Acquisition», *European Management Journal*, 1991, vol. 9, núm 3, p. 67.

Podría también pensarse en mantener a los mismos gestores en la compañía tras la *business combination* lo que les obligaría a éstos a responder ante los accionistas durante un período de tiempo más largo. Los datos revelan, además, que una vinculación más prolongada en el tiempo de los gestores podría mejorar los rendimientos de la entidad<sup>(55)</sup>.

Asimismo, juegan un papel importante las llamadas cláusulas «anti-bulldog» en virtud de las cuales se limita el derecho de recompra de las acciones a un determinado porcentaje con lo que se pretende garantizar las probabilidades de éxito de la operación<sup>(56)</sup>.

En definitiva, los costes de agencia pueden reducirse o modularse pero constituyen, aún con todo, un vehículo de inversión que se presta a actuaciones especulativas y, por tanto, de riesgo para los inversores especialmente los no cualificados.

## V. BIBLIOGRAFÍA

- ARMOUR J./HANSMAN, H./ KRAAKMAN, R., «Agency Problems and Legal Strategies», en *The Anatomy of Corporate Law*, KRAAKMAN (dir.), 3.<sup>a</sup> ed., Oxford University Press, 2017.
- BELLIN, M./ THOMSON, D., «Considering an IPO? First, understand the costs».
- BRAU, J. C./FRANCIS, B./KOHERS, N., «The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence», *The Journal of Business*, 2003, Vol. 76, núm. 4.
- CASTELLI, T., «Not Guilty by Association: Why the Taint of Their «Blank Check» Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies», *Boston College Law Review*, vol. 50, 2009.
- CUMMING, D. J./HASS, L. H./SCHWEIZER, D., «The Fast Track IPO– Success Factors for Taking Firms Public with SPACs», *Journal of Banking and Finance*, 2012.
- D’ALVIA, D., «SPAC: A Comparative Study Under US, Asia and Italian Corporate Framework. Soft Law vs. Hard Law», 2014.
- DI BAIIO, M./DI GIOIA, P., «Special Purpose Acquisition Companies: Advantages and Disadvantages of the Markets' Own Response to a More Stringent Regulation», *LLR*, 2021, núm. 1.
- DI GIOIA, P./DIERICKX, I./KOZA, M., «Information Asymmetries: How Not to Buy a Lemon in Negotiating Mergers and Acquisition», *European Management Journal*, 1991, vol. 9, núm 3.

---

(55) DIMITROVA, *loc. cit.*, (n 84).

(56) *Vid.* GÜNTHER, *ob. cit.*, p. 18; WALLACE, T., «Hedge Fund Activism Extends to SPACs», *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, Sunday, 2009 <https://corpgov.law.harvard.edu/2009/02/01/hedge-fund-activism-extends-to-spacs/>; ELLENOFF, D. S./NEUHAUSER, S./GROSSMAN, B., *SPACs: an overview and recent developments* <http://www.egsllp.com/wp-content/uploads/2019/04/SPAC-PPT-1.2020.pdf>.

- DIMITROVA, L., «Perverse Incentives of Special Purpose Acquisition Companies, the Poor Man's Private Equity Funds», *Journal of Accounting and Economics*, 2017, vol. 63, núm. 1.
- ELLENOFF, D. S./NEUHAUSER, S./GROSSMAN, B., *SPACS: an overview and recent developments*.
- FELDMAN, D. N., «Reverse Mergers + PIPES: The New Small-Cap IPO», Reprinted and Updated from PIPES: Revised and Updated Edition – A Guide to Private Investments in Public Equity. *Bloomberg Press*, 2005.
- FERNÁNDEZ TORRES, I., «Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español», *RDBB*, 2021, núm. 163.
- GATTI, M., «The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does it Make?», *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2014, vol. 20.
- GLEASON, K. C./ROSENTHAL, L./WIGGINS, R. A., «Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers», *Journal of Corporate Finance*, 2003, vol. 12.
- GOLDSTEIN, M. *et al.*, «Truckmaker that Can't Afford to Make Trucks, Is on the Brink», *New York Times*, 2021.
- GOLDSTEIN, M./CHOKSHI, N., «Nikola Founder Is Charged with Fraud in Rebuke to Wall Street», *New York Times*, 2021.
- GÜNTHER, D., «Special Purpose acquisition companies und die ineffizienz des kapitalsystems», *De Gruyter*, 2021.
- HALE, L. M., «SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone», *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, January/February, 2007.
- HEYMAN, D. K., «From Blank Check Company to SPAC: the Regulator's response to the Market, and the Market's response to regulation», *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2007, vol. 2.
- HURT, C., «Moral Hazard and the Initial Public Offering», *Cardozo L. Rev.*, 2005, vol. 26.
- KARMEL, R. S., «The future of corporate governance listing requirements», *SMU Law Review*, 2001, núm. 54.
- KELLY, K., «SPACs Went Up, Then Down, but They're Not Out», *The New York Times*, 2021.
- «The Special Meeting to Approve the Merger: How to Handle Retail Investors», *Panel at the 2021 SPAC Conference*, 2021.
- KLAUSNER, M., «A sober look at SPACS», *Stanford University*, 2020.
- KOLB, J./TYKVOV, T., «Going Public Via Special Purpose Acquisition Companies: Frogs Do Not Turn into Princes», *Revista de Finanzas Corporativas*, 2016, vol. 40.
- KRUS, C./PANGAS, H., «The SPAC phenomenon: A Discussion of the Background, Structure and Recent Developments Involving Special Purpose Acquisition Companies», *Sutherland Asbill & Brennan LLP*, 2006.
- LAKICEVIC, M./VULANOVIC, M., «A Story on SPACs», *ZBW-Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften*, 2012, asunto 4.

- LAYNE, R./LENAHAN, «Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2008.
- LAZARD, R. B., «SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets», *Journal of Applied Corporate Finance*, 2008, núm. 3.
- LEVINE, M., «SPACs Aren't Cheaper than IPOs yet», *Bloomberg Opinion*, 2020.
- LIN, C./OFFICER, M./ZOU, H., «Directors' and officers' liability insurance and acquisition outcomes», *J. Financ. Econ*, 2011, vol. 102.
- MACNEIL, I., «Enforcement and Sanctioning», en *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, MOLONEY/FERRAN/PAYNE (dirs.), Oxford University Press, 2015.
- MAGNAS, J., «A New SPAC Structure May Lead to Renewed Interest in SPAC Offerings», *Bloomberg Law Reports*, 2011, núm. 8.
- MARVIN, K., «VectoIQ Acquisition Corp. (VTIQ) to Combine with Nikola Corporation», *Spacinsider*, 2020.
- MOELLER, A., «Alternative Initial Public Offering Models», *Mohr Siebeck*, 2016.
- MURRAY, J., «Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations», *Review of Integrative Business and Economics Research*, 2017, núm. 2.
- OKUTAN NILSON, G., «Incentives Structure of Special Purpose Acquisition Companies», *European Business Organization Law Review*, 2018, vol. 19.
- OSIPOVICH, A., «Blank-Check Boom Gets Boost From Coronavirus», *Wall Street Journal*, 2020.
- PICKER, L./SHAH, R., «How Financing SPAC Takeovers Became Wall Street's New Favorite Trade», *CNBC*, 2021.
- PITTENGER, M. A./GRISIN, C. M., «When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market», *News and Publications*, 2007.
- RAMKUMAR, A., «The Celebrities from Serena Williams to A-Rod Fueling the SPAC Boom», *The WALL Street Journal*, 2021.
- RIDGWAY, M./HEDIN, R.-J. G., «Special Purpose Acquisition Corporations: Specs to Consider When Structuring your SPAC – Part II», *CCBJ*, 2006.
- RIDGWAY, M./PFLAUM, M. L., «Exchanges for listing SPACs– a shifting landscape, Corporate Counsel» *Business Journal*, 1 de enero de 2009.
- RIEMER, D. S., «Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?», *Wash. U. L. Rev.*, 2007, 931, 85.
- RODRIGUES, U./STEGEMOLLER, M., «SPACs: Insider IPOs», 2021.  
– «Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs», *37 Del. J. Corp. L.* 849, 2012.
- RUND, J./VITTORIO, A., «Blank Check» Companies See Revival as Big names Embrace Trend, *Bloomberg Law*, 2019, núm. 24.
- SAVITZ, E., «The new blind pools. Barron's», 2005.
- SELZNER, H., «Spac Transactionen in Deutschland», *ZHR*, 2010, vol. 74.
- SHACHMUROVE, Y./VULANOVIC, M., «SPAC IPOs», *Oxford Handbook of IPOs*, 2018.

SJOSTROM, W. K. Jr., «PIPEs», 2 *Entrepreneurial Bus. L.J.*, 2007.

SPAC IPO: «Background and Policy Issues», *Cong. Res. Serv.*, 2021, vol. 2.

WALLACE, T., «Hedge Fund Activism Extends to SPACs», *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, Sunday, 2009.

ZBW, Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften, Leibniz-  
Informationszentrum Wirtschaft, Kiel und Hamburg.