



Vigilada Mineducación

Factores esenciales para la viabilidad de las SPAC en el mercado colombiano

Essential factors for the viability of SPAC in the Colombian market

Sebastián González Díez¹

Santiago Martínez Herrera²

Tesis presentada como requisito parcial para obtener el título de magíster en

Administración Financiera

Asesor

Juan Carlos Botero Ramírez, M. Sc.

Universidad EAFIT

Medellín, junio de 2023

¹ Ingeniero administrador, especialista en Ingeniería Financiera, candidato a magíster en Administración Financiera y gerente financiero. sgonza60@eafit.edu.co

² Ingeniero mecánico, especialista en Ingeniería Financiera, magíster en Economía Aplicada, candidato a magíster en Administración Financiera y especialista en Evaluación y Planeación Financiera. smartinez3@eafit.edu.co

Resumen

En la actualidad, los inversionistas calificados utilizan diferentes instrumentos de inversión para diversificar sus portafolios. A lo largo de la tradición, dichos productos se agrupaban en títulos de renta fija y de renta variable con el objetivo principal de limitar o de compensar la exposición al riesgo de los activos subyacentes. A medida que se desarrollaron los mercados de valores, se estructuraron diferentes vehículos para facilitar la conformación de portafolios más complejos en diferentes mercados. En la última década tomaron relevancia nuevos instrumentos, como las SPAC (*special purpose acquisition companies*), que son activos especiales desarrollados en el mercado bursátil con la finalidad de atraer inversionistas que deseen aportar capital para la compra de compañías en sectores específicos que aún no sean públicas. Dichos activos especiales ofrecen características y facilidades de proceso particulares, en contraposición con las ofertas públicas iniciales o IPO, como se les conoce por lo común por las iniciales de la expresión en inglés *initial public offering*. Su éxito depende en gran medida de la reputación del patrocinador (*sponsor*), lo que para muchos analistas genera condiciones frágiles y susceptibles a fraudes, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes, en los que las condiciones de vigilancia y de regulación podrían incrementar dicha posibilidad. En el mercado colombiano el listamiento público de compañías está en una etapa temprana, no por falta de capacidades técnicas, sino por desinterés y desconocimiento de la población general sobre dicho tipo de productos para destinar su capital, por lo que es relevante facilitar una de las misiones de los agentes de mercado: generar condiciones para atraer nuevos inversionistas, que puede lograrse, en parte, con la adopción de vehículos como las SPAC. Por lo tanto, es el propósito de esta investigación exponer los factores esenciales que condicionarán la viabilidad de una

estructuración de los vehículos estudiados bajo los marcos regulatorios y operativos locales, y cómo algunos eventos históricos importantes para el mercado bursátil colombiano pueden afectar la toma de decisiones de los inversionistas.

Palabras clave: SPAC, patrocinador, IPO, adquisición, empresa objetivo.

Clasificación JEL: G14, G15, G18.

Abstract

Nowadays, professional investors use different investment instruments to diversify their portfolios. Throughout history, these products were grouped into fixed-income and equity securities with the main objective of limiting or offsetting exposure to underlying asset risks. As stock markets developed, different vehicles were structured to facilitate the creation of more complex portfolios in different markets. In the last decade, new instruments such as Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) have gained importance. These are special assets developed in the stock market with the purpose of attracting investors who want to contribute capital for the acquisition of companies that are not yet public, in specific sectors. These special assets offer characteristics and processing easiness, in contrast to initial public offerings (IPO), as they are commonly known. Their success largely depends on the reputation of the sponsor, which, according to several analysts, creates fragile and susceptible conditions to fraud, both in developed and emerging markets, where surveillance and regulatory conditions could increase such possibility. In the Colombian market, the public listing of companies is in an early stage, not due to lack of technical capabilities but due to disinterest and lack of knowledge among the general population about such types of products to allocate their capital. Therefore, it is relevant to facilitate one of the market agents' missions: to create conditions to attract new investors, which can be achieved, in part, through the adoption of vehicles such as SPACs. Hence, the purpose of this research is to expose the essential factors that will determine the viability of structuring the studied vehicles under local regulatory and operational frameworks, and how some important historical events for the Colombian stock market can affect investors' decision-making.

Keywords: *SPAC, IPO, acquisition, Blank check companies*

Tabla de contenido

Capítulo 1: introducción	1
Capítulo 2: descripción, principales características y evolución de las SPAC	4
¿Qué es una SPAC?.....	4
¿Cuáles son los principales objetivos de una SPAC?	5
¿Cómo surgieron y cómo han evolucionado las SPAC?.....	5
¿Cómo funciona una SPAC estandarizada hoy?	6
¿Cuáles son los principales agentes que interactúan en una SPAC?.....	7
¿Cuáles son los principales beneficios y riesgos de una SPAC?	8
Fuente: elaboración propia	10
¿Qué son DE-SPAC y PIPE?	10
Etapas generales de una SPAC y de una DE-SPAC	10
Capítulo 3: revisión y comparación de las normas aplicables al desarrollo de SPAC y de vehículos similares de adquisición patrimonial	13
Caso estadounidense: SEC	14
Etapas para la conformación de una SPAC.....	15
Etapas para el desarrollo de una DE-SPAC	18
Retos de la regla 140a	19
Caso europeo: ESMA.....	22

Situación colombiana actual.....	25
Capítulo 4: identificación de variables atribuibles a la cultura y a la confianza en los agentes de mercado local que restringen el desarrollo de la alternativa de inversión estudiada	31
El auge y el declive estadounidenses	32
Variables atribuibles al mercado colombiano	39
Capítulo 5: análisis del comportamiento bursátil de la acción de la SPAC.....	43
Muestra seleccionada	43
Generalidades de la muestra seleccionada	44
Capítulo 6: conclusiones	57
Referencias.....	60

Lista de figuras

Figura 1. Etapas del proceso de una IPO SPAC y de una DE-SPAC sugeridas por la AFME	11
Figura 2. Número de IPO SPAC en Estados Unidos entre 2003 y 2023.....	33
Figura 3. Número de IPO tradicionales en el mundo en 2021	33
Figura 4. Evolución y colapso de las IPO SPAC en el mundo entre 2020 y 2022.....	38
Figura 5. Infograma del movimiento del MGC.....	40
Figura 6. Precio por acción de cada una de las SPAC de la muestra seleccionada.....	45
Figura 7. Rentabilidad acumulada de cada una de las SPAC de la muestra seleccionada	46
Figura 8. Rentabilidad acumulada de la SPAC LCID	47
Figura 9. Rentabilidad acumulada de la SPAC DKNG.....	47
Figura 10. Rentabilidad acumulada de la SPAC SOFI.....	48
Figura 11. Rentabilidad acumulada de la SPAC FFIE	48
Figura 12. Rentabilidad acumulada de la SPAC TALK.....	49
Figura 13. Rentabilidad acumulada de la SPAC APPH.....	49
Figura 14. Rentabilidad acumulada de la SPAC BZFD	50
Figura 15. Rentabilidad acumulada de la SPAC IRNT	50

Lista de tablas

Tabla 1. Beneficios y riesgos de una SPAC	9
Tabla 2. Muestra seleccionada para analizar el comportamiento bursátil de las SPAC.....	43

Capítulo 1: introducción

Diferentes acontecimientos económicos en las últimas dos décadas, como la burbuja de empresas tecnológicas que estalló en 2001, la guerra en Irak en 2003, la crisis financiera mundial de 2008, el tsunami de Japón en 2011, las tensiones comerciales entre las potencias mundiales y otros eventos macroeconómicos que difícilmente estaban contemplados en algún modelo macroeconómico, como la pandemia del covid-19 y la crisis de los contenedores, propulsaron de la creación de alternativas para los empresarios y los emprendedores que buscan aprovechar las oportunidades emergentes producto de períodos financieros complejos, lo que incentivó no solo la búsqueda de capital para las compañías que necesitan estabilizar o potenciar su operación, sino también el surgimiento de algunos vehículos de inversión destinados a las personas naturales o jurídicas que procuran generar o incrementar la rentabilidad de su capital y las SPAC fueron uno de los instrumentos utilizados mayor fuerza en la última década.

En los últimos años en Colombia se incrementó en forma considerable el interés de las personas naturales por invertir en comparación con lo que ocurrió a principios del siglo XXI, cuando se fusionaron las bolsas regionales y dieron vida a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). La reducida participación en los ecosistemas financieros y de inversión en años pasados se debe, en parte, a aspectos culturales, técnicos y financieros. Los primeros se fundamentan en la idiosincrasia misma del colombiano promedio con respecto al manejo de sus finanzas, su capacidad de ahorro, los casos de fraude de antiguos emisores y el alto nivel de desbancarización nacional, fenómenos anteriores a la pandemia del covid-19. Con respecto a los aspectos técnicos y financieros, se considera que el bajo nivel de educación financiera genera brechas en dos vías: por un lado, el escaso o nulo entendimiento de los mecanismos de inversión y de sus activos

subyacentes no permite que sean atractivos para el ciudadano; por otro, algunas personas inescrupulosas se apalancan en dicho desconocimiento para ofrecer productos que en realidad son estafas, lo que incrementa la aversión al riesgo e induce a las personas naturales a desistir de intentar nuevas inversiones. Gracias al papel de los agentes de mercado, a la alta disponibilidad de información en línea y a la disminución en los costos de comisión de plataformas de renta variable, como Forex y la microfinanciación colectiva o *crowdfunding*, las personas naturales están considerando una vez más apostarle al crecimiento económico del país por medio de inversiones en compañías locales, en empresas emergentes, en fondos colectivos y en activos tradicionales y alternativos.

De acuerdo con las cifras por confirmar hasta la fecha de elaboración del presente texto presentadas por Demirgüç-Kunt (2022), el crecimiento del PIB nacional en 2021 fue del 10,7% y en 2022 del 7,5%, valores superiores a los de América Latina y el Caribe del 6,5% en 2021 y del 3,8% en 2022. Colombia presenta un escenario con gran potencial para incluir vehículos de inversión novedosos y con gran éxito en mercados desarrollados, como lo son las SPAC, con el fin de atraer de nuevo al ciudadano de a pie a invertir, lo que permitirá dinamizar el mercado bursátil porque le inyectará liquidez al ecosistema y será una oportunidad para que nuevos emisores crean en la democratización de sus acciones, lo que posibilitará fondear otros desarrollos y productos. La negociación de SPAC, a su vez, ofrece oportunidades para obtener rentabilidades muy atractivas, como lo evidenciaron Cohen y Qadan (2021) que, después de analizar los retornos diarios y acumulados de 20 diferentes SPAC comparados con un fondo de inversión cotizado en la bolsa o ETF³ de IPO, confirmaron que, durante los 60 días posteriores al anuncio de haber encontrado una empresa objetivo satisfactoria, dichos retornos fueron

³ Forma abreviada que proviene de las iniciales de la expresión en inglés *exchange traded fund*.

superiores en 0,69% en términos diarios y 31,6% en términos acumulados durante el mismo período de la inversión de referencia o *benchmark*.

En conclusión, hay diversos beneficios derivados de la estructuración y de la implementación de los mencionados vehículos de inversión en el ecosistema financiero del país.

Capítulo 2: descripción, principales características y evolución de las SPAC

Para entender con claridad el contexto de la viabilidad de la implementación de una SPAC en el mercado nacional se partió de las definiciones clave de su operación.

¿Qué es una SPAC?

Las *special purpose acquisition companies* o SPAC son una figura que lleva poco tiempo presente en el mercado bursátil; sin embargo, los últimos tres años fueron tal vez el período en el que tuvieron mayor impacto y en el que lo utilizaron en mayor proporción, tanto inversionistas como compañías que buscaban capital de manera ágil. Una SPAC es para las empresas del sector privado un camino más sencillo que una IPO tradicional cuando el objetivo es entrar a los mercados de acciones, en especial al estadounidense, con el fin de aumentar su capital. En forma general, son un vehículo de inversión que permite la captación de capital mediante una empresa pública, listada en bolsa, y con un valor por acción definido de USD10, establecido con el fin de adquirir una compañía con características específicas definidas desde el inicio de la SPAC, con ayuda y dirección de un grupo de expertos inversionistas liderados por el patrocinador (*sponsor*). Los últimos no solo participan en la definición del equipo que administrará los recursos y que presentará la mejor opción de compra a los accionistas de la SPAC, sino que también gozan de beneficios adicionales por ser los gestores de la SPAC y los que más conocen del mercado al que apunta la empresa objetivo.

¿Cuáles son los principales objetivos de una SPAC?

Según Sadowsky y Warner (2021, pp. 40), el objetivo principal de las SPAC es, a través de una IPO, recolectar el capital que permita, en un período determinado, adquirir una compañía objetivo. La característica principal de las SPAC es que no están listadas en el mercado público de valores y que en su mayoría son empresas emergentes y compañías privadas más maduras que desean incursionar en la democratización de su patrimonio para adquirir con rapidez el capital que requieren para la ejecución de sus diferentes proyectos de inversión y crecimiento, lo que generará ganancias posteriores para los inversores iniciales mediante la valorización del precio de la acción y la repartición de dividendos.

¿Cómo surgieron y cómo han evolucionado las SPAC?

Las SPAC tuvieron un comienzo lento y silencioso. Mascareñas (2021, p. 4) mencionó lo siguiente con respecto al origen de las SPAC:

Este tipo de vehículos de propósito especial nacieron en la década de los 90 del siglo XX en los EE. UU., pero su despegue definitivo tuvo lugar en la segunda década del siglo XXI debido a que cada vez hay empresas no cotizadas más grandes.

Perlberg (2021, p. 11) aludió también al comienzo de esta figura en los años ochenta, época en la que se les conoció como compañías de cheque en blanco o en inglés *blank-check companies*. Durante este período de surgimiento se les subestimó y se dejaron a un lado. Los mercados bursátiles estadounidenses y europeos son los más activos en esta figura y la crisis de 2008 fue el

abrebocas de las primeras participaciones significativas de las SPAC en los mercados bursátiles en 2010.

2021 fue sin duda el de más fuerte crecimiento para las SPAC debido, como antes se mencionó, a la crisis económica generada a raíz del covid-19. Según Naumovska (2021, p. 1), durante 2020 dichas compañías recaudaron 83.000 millones de dólares; no obstante, en tan solo el primer mes de 2021 el monto captado fue de cerca del 32% de dicho valor. De acuerdo con Perlberg (2021), en dicho período la cifra ascendió a los 73.000 millones de dólares, es decir, casi el 88% del valor de 2021. Estas cantidades reflejan el crecimiento exponencial de las SPAC y su validación por parte de inversionistas y concedores de los mercados de capitales como una herramienta de inversión y de recolección de capital, en especial durante tiempos de crisis, en los que se buscan resultados significativos en cortos períodos.

¿Cómo funciona una SPAC estandarizada hoy?

Gara *et al.* (2020) abordaron el funcionamiento histórico y la evolución de las SPAC y expusieron que la mencionada modalidad de recolección de fondos comenzó con los aportes iniciales de los patrocinadores para garantizar la formación legal de la SPAC y la asignación de un equipo administrativo, puesto que no es una compañía que opere, con el fin de entrar así al mercado bursátil objetivo. El segundo paso es la emisión de acciones, cuyo precio por lo general es de USD10, y la búsqueda de inversionistas que deseen comprarlas estas acciones con la garantía de que, en el caso de desistir antes de la adquisición de la empresa objetivo o de no poder conseguirla, se devolverá el 100% del monto invertido; una vez obtenido el capital, se procede al tercer paso, que es identificar dicha compañía, lo que pudo ocurrir antes de la

formación de la SPAC, o si se identificó durante el tiempo que lleva funcionando, para adquirirla, de modo que entre en ese momento a ser parte del mercado bursátil con el fin de destinar el capital aportado por los inversionistas a través de la SPAC a financiar los diferentes proyectos que se espera que la lleven al éxito.

¿Cuáles son los principales agentes que interactúan en una SPAC?

En el proceso de una SPAC hay dos agentes principales que intervienen en sus etapas tempranas. En primer lugar, están los **patrocinadores** o inversionistas iniciales. De acuerdo con Bazerman y Patel (2021), son los aportantes del capital inicial, cuyo objetivo es contratar todo el personal que requiere la SPAC para su funcionamiento; conviene recordar que no requiere una operación de negocio como tal; sin embargo, un buen equipo directivo y administrativo asegura la base y el éxito inicial, por lo que los patrocinadores toman el mayor riesgo en las primeras etapas de la SPAC debido a que asumen toda la pérdida que pueda generarse por sostener los costos de administración en el caso de no materializarse la adquisición; no obstante, al mismo tiempo son los que pueden alcanzar la mayor rentabilidad de la negociación puesto que, en caso de que la adquisición de la empresa objetivo sea efectiva, se materializa no solo su derecho del 20% de las acciones de la compañía adquirida, sino, a su vez, la ganancia obtenida al cerrar el negocio.

El segundo agente principal son los **inversionistas** o *investors*; de acuerdo con Bazerman y Patel (2021), son los que compran las acciones o las garantías ofrecidas por la SPAC antes de identificar la compañía objetivo. Las acciones ofertadas a los inversionistas por lo general tienen un precio unitario de USD10. En cuanto a las garantías, según los autores citados (p. 109) les permiten comprar acciones en el futuro con un precio específico, que por lo común es de

USD11,50 por acción. El riesgo de pérdida de los **inversionistas** es menor al inicio porque, en caso de no ser exitosa la adquisición de la empresa objetivo, se les devuelve su inversión y, en consecuencia, la mayor parte del riesgo la sumen los patrocinadores en fases tempranas, es decir, el potencial de ganancia de los inversionistas dependerá del éxito de la compañía objetivo que se compre. Por dicha razón, el riesgo se incrementa una vez cerrado el negocio.

Fuera de los dos actores principales en el proceso, es necesario tener claridad sobre los siguientes dos conceptos sobre las SPAC:

- **Empresa objetivo:** es la compañía que se busca adquirir con el capital de inversión recolectado de la venta de acciones y de la que dependen la calidad y el éxito de la SPAC puesto que se incrementan la probabilidad de éxito y la generación de rentabilidad por tener un alcance y una visión puntual de adquisición. El análisis estructurado, juicioso y estratégico de la firma objetivo eleva la probabilidad de éxito después del proceso de adquisición. Por el contrario, hacer una inversión apresurada puede conducir a una gran pérdida: si se compra una empresa objetivo que no cumpla los objetivos planteados, ello puede deberse a la prisa para cerrar la negociación de la SPAC en el plazo definido.
- **Plazo definido:** por lo general, las SPAC tienen un período máximo de 24 meses para adquirir la compañía objetivo; de lo contrario, se debe regresar el capital a los inversionistas, lo que implica pérdidas para los patrocinadores por los gastos de personal durante dicho período.

¿Cuáles son los principales beneficios y riesgos de una SPAC?

Tabla 1. Beneficios y riesgos de una SPAC

	Beneficios	Riesgos
SPAC	<p>Facilita el recaudo seguro y estructurado de capitales y simplifica los procesos en comparación con una compañía en operación</p> <p>Permite una forma más ágil para que empresas que no estén listadas en bolsa puedan acceder al sistema y a los recursos del mercado de valores. Los procesos de fusión o de adquisición de las firmas objetivo son rápidos gracias a que las SPAC no tienen más que procesos administrativos</p> <p>Los costos de administración antes de la fusión o de la compra de la empresa objetivo son fácilmente predecibles y controlables</p>	<p>Debido al 20% del valor de la SPAC que se distribuye entre los patrocinadores (valor aceptado con mayor frecuencia), a las garantías y a las acciones ofrecidas durante la constitución del vehículo de inversión, se diluye el valor de la compañía objetivo</p> <p>Facilita la captación de capitales y de excesos de liquidez en un público no experto, es decir, con bajo conocimiento financiero, apalancado en la figura del patrocinador, lo que puede abrir la puerta a usos malintencionados del vehículo</p> <p>El ajuste a los procedimientos y a los procesos requeridos para una empresa listada por parte de la empresa objetivo son difíciles de estimar y pueden entorpecer el funcionamiento de la SPAC después de la fusión o de la adquisición</p> <p>Por la prisa para cumplir los tiempos determinados se puede incurrir en un error de elección de la empresa objetivo, lo que desvirtúa el vehículo de inversión y genera pérdidas para las partes interesadas</p>
Patrocinadores	<p>Gran retorno sobre la inversión</p> <p>Posición de control sobre la estructuración y la toma de decisiones de la SPAC en las etapas iniciales</p> <p>Las SPAC son una forma ágil y económica de captar la liquidez del mercado</p> <p>Pérdida limitada y estimable desde el inicio de la operación</p>	<p>Assumen todo el riesgo operacional y administrativo durante el proceso de constitución de la SPAC</p> <p>Condicionan su rentabilidad al éxito en la captación del monto objetivo de capital en el mercado</p>
Inversionistas	<p>Tienen la garantía de recibir de vuelta el dinero de la inversión en caso de no identificar la empresa objetivo</p> <p>Pueden invertir de la mano de expertos, de conocedores del mercado, de emprendedores exitosos o de creadores de mercado</p>	<p>No tienen control sobre la elección del equipo que administra la SPAC porque delegan toda la responsabilidad de la correcta elección e idoneidad de dicho equipo en los patrocinadores</p> <p>La rentabilidad del capital durante el período de selección de la empresa objetivo se limita a lo definido en la SPAC, que por lo común es la de una inversión de renta fija, que tiene bajos rendimientos</p>

Fuente: elaboración propia

¿Qué son DE-SPAC y PIPE?

Dos de las operaciones que se realizan con las SPAC son relevantes para entender dicho vehículo de inversión. La primera se llama DE-SPAC y consiste en todo el proceso de fusión entre la SPAC y la compañía objetivo, que debe llevarse a cabo con la debida diligencia, los documentos y los procedimientos pertinentes para consolidar la nueva empresa.

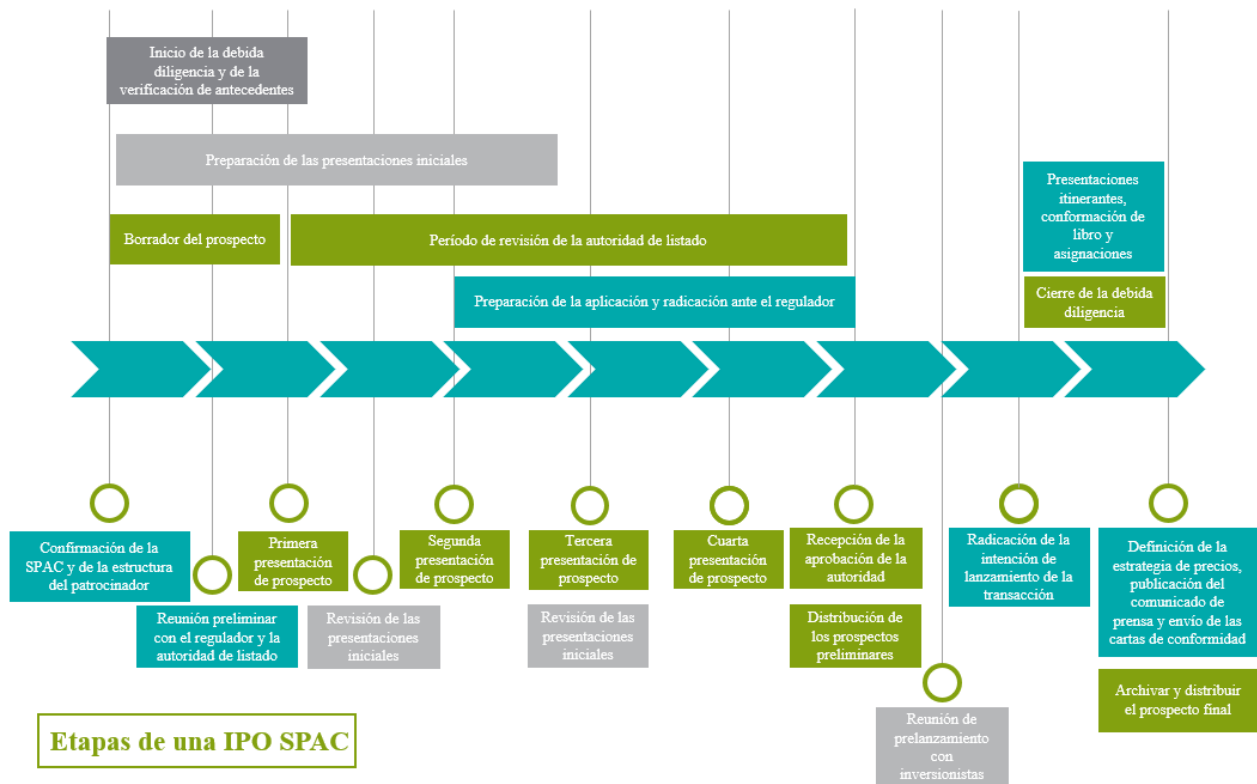
La segunda se denomina *private investment in public equity* (PIPE), que en español significa inversión privada en capital público. Según la definición propuesta por Donahue *et al.* (2020), los PIPE son transacciones de captación con las que la SPAC y la empresa objetivo recaudan fondos adicionales a través de colocaciones privadas con el objetivo de garantizar la fusión y la continuidad de la operación una vez finalizada la última. El inversionista especializado al que se le ofrece la inversión mediante un PIPE por lo general tiene mejor información sobre la compañía objetivo y sobre los detalles de su operación, así como mejor información que los mismos inversionistas de las SPAC en sus inicios y, a cambio de este privilegio, es normal que no se reciban garantías o compensaciones adicionales.

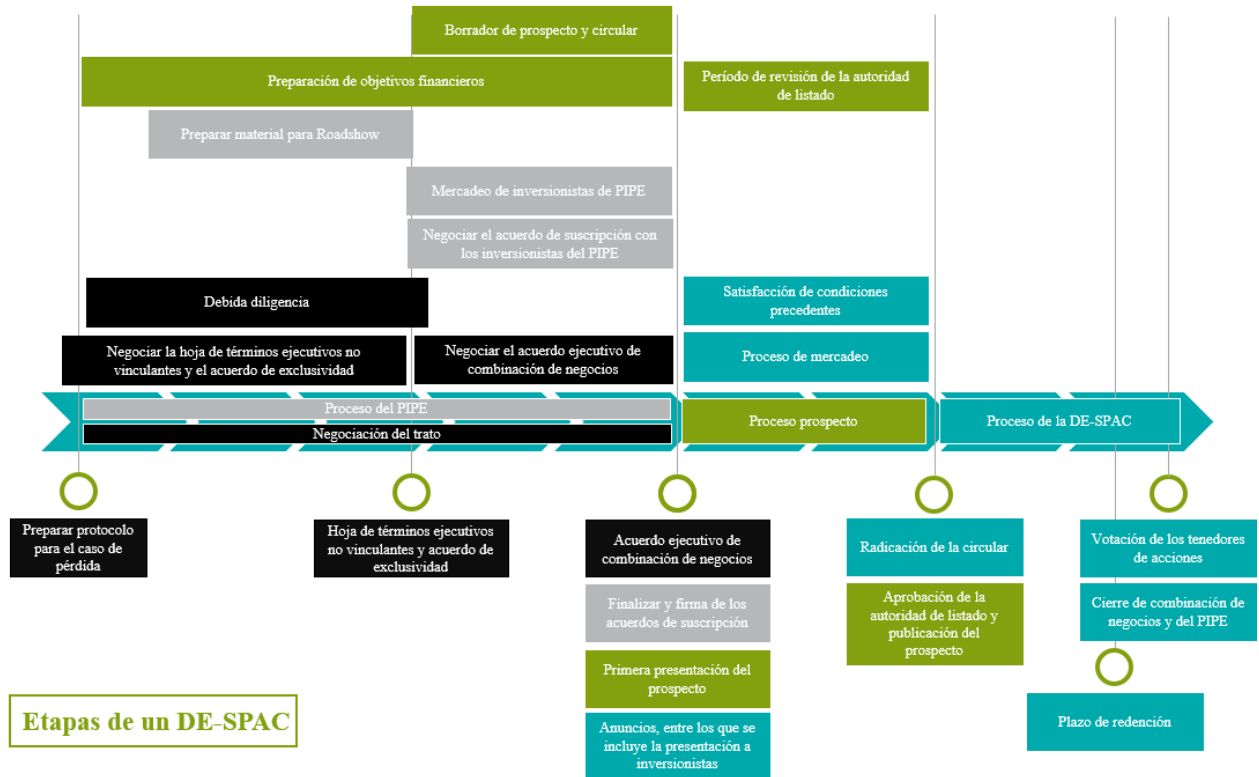
Etapas generales de una SPAC y de una DE-SPAC

A continuación, se presentan de manera general las diferentes etapas que conforman el proceso completo desde la emisión de la SPAC, hasta el posterior proceso de la DE-SPAC con base en las obligaciones regulatorias para el viejo continente europeo sobre dicho vehículo sugeridas por la

Association for Financial Markets in Europe o Asociación de Mercados Financieros de Europa (AFME, 2022).

Figura 1. Etapas del proceso de una IPO SPAC y de una DE-SPAC sugeridas por la AFME





Fuente: traducción de los autores de AFME (2022, p. 8)

Capítulo 3: revisión y comparación de las normas aplicables al desarrollo de SPAC y de vehículos similares de adquisición patrimonial

Todo proceso de construcción de un instrumento o vehículo de inversión conlleva una investigación previa sobre el marco regulatorio, que define las reglas, los actores, las garantías y las características que permiten un gobierno responsable y confiable con los diferentes grupos de interés. En términos jurídicos, es quizás la etapa más importante en la estructuración pues determina la complejidad de los procesos, las barreras de entrada, las ventajas y las desventajas comparativas con otros mercados en relación con la rigidez del sistema y la definición de los deberes y los derechos de todas las partes involucradas.

Las instituciones colombianas han avanzado en el robustecimiento de los mecanismos de supervisión y de regulación del sistema financiero, lo que ha permitido generar confianza –a pesar de casos como el de Interbolsa– en los diferentes niveles de participación de profesionales, entidades bancarias, comisionistas de bolsa e inversionistas. En el caso de las SPAC, el marco regulatorio nacional aún se encuentra por desarrollar, por lo que las normas aplicables son las reglas definidas para la estructuración y la ejecución de OPI, o IPO), por lo que cobra gran relevancia analizar y comparar comparativo las regulaciones en los mercados más maduros, como son el estadounidense y el europeo, regulados por la Securities and Exchange Commission (SEC) y la European Securities and Markets Authority (ESMA), en su orden.

Caso estadounidense: SEC

Como se mencionó en el capítulo 1, las SPAC son empresas de cheque en blanco (*blank check companies*) que, mediante una emisión primaria en el mercado de valores, captan dinero de diferentes tipos de inversionistas. La SEC regula todas las compañías del mencionado tipo que se propongan hacer ofertas públicas en el mercado de valores. Durante el auge de las SPAC en 2020 y 2021, la SEC no pudo seguirle el paso al rápido interés generado en Wall Street, por lo que la revisión y la respuesta más importantes y estrictas hasta la fecha en la regulación se produjo únicamente en los inicios de 2022, cuando se emitió la regla 140a. Antes de dicha reglamentación, todas las empresas del tipo antes mencionado se gobernaban con la regla 419, acto normativo que se expidió como respuesta a los fraudes ocurridos en la década de los ochenta en el mercado de acciones de centavo (*penny stock market*), es decir, el destinado a compañías pequeñas con precio bajo de sus acciones: por lo general inferior a los USD5. A diferencia de las tradicionales empresas de cheque en blanco, las SPAC, apoyadas en la regla 3a51-1 de la SEC, se desmarcaron de dicha reglamentación con fundamento en la siguiente excepción (Ropes y Gray, 2021, p. 12): los emisores con menos de tres años de operación y con activos netos superiores a cinco millones de dólares no están obligados a cumplir la regla 419. El no estar sujetos a la rigidez de las normas de una empresa de cheque en blanco convencional incrementa el apetito inversionista.

En la década de los noventa, cuando David Nussbaum y David Alan Miller estructuraron las primeras SPAC, usaron dicha excepción a la regla para atraer potenciales clientes, pero, a diferencia de lo que se podría concluir prematuramente, no se apartaron en su totalidad de las exigencias de las normas. En cambio, adoptaron de manera voluntaria varios requerimientos

descritos en la regla 419, como el depósito del recaudo en cuentas fiduciarias, la limitación de un horizonte temporal para la fusión o la adquisición del prospecto y la votación con los inversionistas antes de concluir la operación. Gracias a esta flexibilidad y a la adopción voluntaria, se llevaron a cabo 13 emisiones con culminación exitosa entre 1993 y 1994.

Etapas para la conformación de una SPAC

En las diferentes olas de euforia de las SPAC, la mayoría de las sociedades de capitales o *corporations*, como se las denomina en inglés, se constituyeron en paraísos fiscales o en zonas con menores exigencias normativas, como fueron los casos de las Islas Vírgenes Británicas, las Islas Marshall, las Islas Caimán y el estado de Delaware en Estados Unidos. Dichas constituciones fueron el primer paso para lograr el objetivo de ingresar al mercado de valores estadounidense. Los pasos siguientes fueron la definición de los estatutos de la sociedad y la inscripción en el registro al que hubiere lugar, dependiendo de la ubicación.

Luego de la conformación de la sociedad y de la expedición de sus estatutos, se debe “suscribir un contrato de compraventa de acciones o de valores con el patrocinador (*sponsor*), el cual se denomina en inglés *Securities Purchase Agreement (SPA)*” (Molano Camacho, 2021, p. 251). Dicho contrato garantiza que el patrocinador adquiera alrededor del 20% de las acciones como fundador y que pueda establecer garantías adicionales que lo habiliten a comprar acciones futuras bajo ciertas características; por lo tanto, en la práctica se adiciona un acuerdo de garantías (*warrant agreement*), que fija los términos de ejecución y los deberes de inscripción que surjan

para la SPAC, en el evento de ocurrencia de la compra de dichas participaciones accionarias en el futuro.

El siguiente paso es la firma de un pagaré entre el patrocinador y el SPAC, a beneficio del primero, que cubra los gastos preoperativos de la emisión de la oferta pública, que deberán pagarse cuando se realice dicha operación y se cuente con recursos monetarios en el vehículo. Después de este trámite se firma otro documento en el que se declare la forma de participación contractual del patrocinador en el SPAC, que puede ser de manera directa o mediante sociedades híbridas limitadas.

Los siguientes pasos son los más importantes: primero, se firma, mediante contrato, una carta de acuerdo que contemple

las obligaciones de los directivos y patrocinadores relacionadas con la forma de votar frente al proceso de DE-SPAC, las indemnidades de las SPAC frente a determinadas reclamaciones a cargo de la cuenta fiduciaria o de depósito, la posibilidad de perder las acciones de fundadores en la medida en que no se ejerza la opción de sobreasignación (*green shoe*) por parte del colocador (*underwriter*) (Molano Camacho, 2021, p. 252).

Segundo, se debe constituir una fiducia con el fin de salvaguardar los recursos captados desde la emisión hasta el DE-SPAC. Por último, una de las etapas más relevantes es la elaboración del prospecto de información en el que, a diferencia del que se utiliza en una IPO tradicional, se revela menor información.

Es pertinente aclarar que las acciones de fundadores son las emitidas, como su nombre lo indica, para los socios partícipes en la fundación de la sociedad, que pueden tener, incluso, un valor nominal menor que el de las acciones ordinarias emitidas o por emitirse, pero que incluyen

algunos beneficios adicionales, como, por ejemplo, los de participación en la sociedad, así como condiciones más restrictivas para su negociación dado el poder de decisión que implica tenerlas. Una opción de sobreasignación o *green shoe* es una medida que les ofrece la posibilidad a los que colocan acciones de vender una mayor cantidad de ellas que las previstas (entre el 10% y 15% en términos aproximados), con lo que se busca proteger y estabilizar la oferta pública de valores o OPV en los casos en que la demanda sea superior a la esperada y, por ende, se desee regular el precio y evitar una posible pérdida de recursos.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 1 del decreto 767 del 2016 (Presidencia de la República, 2016), una OPV es

aquella que se dirija a personas no determinadas o a cien o más personas determinadas, con el fin de suscribir, enajenar o adquirir documentos emitidos en serie o en masa, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Por último, un *underwriter* es un intermediario financiero entre la sociedad emisora de acciones y los inversionistas finales que se encarga de evaluar el riesgo y de asignar el precio de la acción, que se compromete a comprar parte o la totalidad de las acciones en un período acordado con anticipación y a venderlas más tarde a los inversores, con lo que obtiene su margen adicional correspondiente.

Etapas para el desarrollo de una DE-SPAC

Del cumplimiento del objetivo propuesto por los patrocinadores de una compañía que cumpla lo que se contempla en el prospecto de inversión se deriva el proceso de una DE-SPAC, que es una operación típica de fusión o de adquisición. Por lo general el proceso se inicia con una etapa de negociación, en la que se le comunica al potencial vendedor de la compañía la intención de adquirirla sin proponer ofertas vinculantes, pero en la que se suscriben contratos de confidencialidad (*non-disclosure agreements* o NDA), que buscan proteger la información sensible del negocio suministrada por ambos actores; un memorando de entendimiento, con una carta de intención como guía de los términos en los que se celebrarán las negociaciones y las características principales del negocio de adquisición, lo que conduce al proceso de debida diligencia que, en síntesis, es el proceso mediante el que por lo general un tercero independiente analiza y revisa en forma objetiva los supuestos en los que fundamentan por qué es atractiva la empresa que se fusionaría con la SPAC. En esta etapa se emiten documentos técnicos, legales, laborales, societarios, financieros y comerciales para identificar de manera temprana posibles riesgos, vicios ocultos y problemas que se puedan presentar en las etapas de precompra y en la posterior operación con la nueva administración.

Después de dichas cuantificaciones se pasa a la estructuración de la oferta y a la firma de un contrato adicional de compraventa de acciones, conocido como *share purchase agreement* o SPA, similar al celebrado durante la constitución del vehículo, pero esta vez la contraparte es la sociedad vendedora, en el que se establecen los términos finales de la negociación. Por último, si se determina que para los accionistas y los patrocinadores de la SPAC la operación es una buena inversión, la transacción se concluye en debida forma en un período aproximado de seis meses.

Retos de la regla 140a

El 30 de marzo de 2022, después de deliberar y de votar tres comisionados a favor y uno en contra, la SEC (2022) aprobó presentarle al mercado una proposición para emitir nuevas reglamentaciones para las SPAC, las empresas cheque en blanco y similares con la regla 140a.

Esta proposición debe cursar instancias de aprobación adicionales, después de la recepción de comentarios de creadores de mercado y antes de su aprobación definitiva como reglamentación.

El 22 de marzo de 2023 se celebró una reunión de los comisionados Jaime Lizárraga, Parisa Haghshenas, Brandon Hill y Diem-Mi Lu con los representantes de Better Markets para aclarar comentarios sobre lo propuesto. Hasta la fecha de presentación del presente trabajo aún no hay decisión final del regulador sobre la fecha de implementación y la composición final de la regla.

La propuesta del regulador busca mejorar el proceso y la calidad de las revelaciones, así como de las responsabilidades de cada uno de los actores de las SPAC; conviene destacar los siguientes puntos adicionales al marco existente aplicable para la situación analizada:

- 1) Ítem 1603(a): revelaciones sobre los patrocinadores de SPAC, sus afiliados y todos los demás promotores acerca de su experiencia, sus roles, sus responsabilidades, sus acuerdos, sus compensaciones, etc.
- 2) Ítem 1603(b): revelaciones sobre conflictos de interés actuales y potenciales entre patrocinadores, directores y empleados, y en contraparte, entre accionistas no afiliados a la SPAC.
- 3) Ítem 1603(c): revelaciones sobre deberes fiduciarios vigentes con otras compañías de cada empleado y de cada director.

- 4) Ítem 1602(c): revelaciones sobre futuras diluciones.
- 5) Ítem 1602(a)(4): revelación de dilución tabular proforma del valor contable neto tangible por acción en el rango de niveles potenciales de redención.
- 6) Ítem 1604(c): revelación de todos los materiales y todas las demás posibles fuentes de dilución adicional que los accionistas sin opción de redención puedan experimentar en el proceso de DE- SPAC.
- 7) Ítem 1604(c)(1): presentación de la totalidad de los análisis de sensibilidad a que hubiere lugar.
- 8) Ítem 1605: presentación de la discusión y del análisis de los antecedentes de la transacción.
- 9) Ítem 1605(d): revelación de todos los materiales, incluidos los referentes a temas no pecuniarios, que puedan ser de interés para el patrocinador, los empleados a cargo de la SPAC y los directores del proceso de DE-SPAC y de toda otra transacción relacionada.
- 10) Ítem 1606: nuevas revelaciones en relación con el valor justo, desde el punto de vista financiero, sobre los tenedores de títulos de SPAC no afiliados para el proceso de DE-SPAC y de las transacciones financieras derivadas de esta operación, así como el soporte de los supuestos utilizados en la definición de ponderaciones para calcular dicho valor. Este nuevo requerimiento es similar al ítem 1014 de regulación M-A aplicable a las transacciones para “volverse privado”, según la regla 13e-3 del acta de intercambio (Mayer Brown, 2022).
- 11) Requerimientos para revelar declaraciones no financieras alineadas con los vigentes en el proceso de IPO.
- 12) En el momento de emisión de las acciones la empresa objetivo está obligada a registrarse por medio de la forma S-4 o de la F-4 en calidad de corregistrante, lo que implica que los

directivos y los miembros de la junta de dicha compañía deben firmar dicho documento, lo que los convierte en personas auditables de acuerdo con la ley vigente de valores.

13) Los *underwriters* que participan en el proceso de estructuración de SPAC están obligados a permanecer en la misma calidad de participación en el proceso de una DE-SPAC, lo que puede traer consecuencias negativas importantes en términos de costos y de responsabilidad. Este punto es el que más alertas y disgustos ha presentado en varias revisiones de los comunicados emitidos por firmas de abogados estadounidenses, entre las que se destacan Bass Berry Sims, White & Case y Gibson Dunn, entre otras.

14) No aplicabilidad de la ley de 1995 denominada PSLRA (Private Securities Litigation Reform Act), que proporcionaba un puerto seguro para las SPAC porque protegía a las empresas de responsabilidades en todos los derechos privados de acción presentados en virtud de la ley de valores o de bolsa, basada en declaraciones erróneas o en omisiones en declaraciones prospectivas. En la actualidad no es aplicable la PSLRA para las compañías de cheque en blanco según la Regla 419, pero, como las SPAC están protegidas por la exclusión antes mencionada, sí gozaba de las ventajas establecidas en dicha ley.

Todas las nuevas adiciones al ecosistema regulatorio del vehículo implican incrementar la captación de capital, pues cada complejidad conlleva nuevos honorarios y costos suplementarios para llevar a buen término el proceso en toda la cadena, desde la estructuración hasta la finalización de la debida diligencia. Además, diferentes bufetes especializados de abogados estadounidenses señalaron alertas tempranas en las que mencionaron que, aunque comprendían el propósito de dichas adiciones y su loable meta de protección del inversionista, entorpecerían el proceso de las SPAC porque disminuirían las ventajas procedimentales que tienen respecto al tradicional IPO.

Caso europeo: ESMA

La European Securities and Markets Authority (ESMA, 2021) es el ente regulador del mercado de valores europeo y, por tanto, el responsable de definir las reglas de juego para las SPAC en el viejo continente. Al igual que su par estadounidense, definió dicho vehículo como una compañía de cheque en blanco y estableció que se les aplican las normas similares correspondientes. La mencionada entidad hizo un llamado a las autoridades nacionales competentes (NCAS) de los países miembros de la Unión Europea para garantizar el escrutinio, la coherencia y la estandarización de los prospectos divulgados y para divulgar los de las SPAC, en concordancia con la regulación europea 1129 de 2017, que definió los requisitos para estructurar y validar prospectos. A la vez, exhortó a los patrocinadores, los emisores y los distribuidores del vehículo a cumplir la directiva europea 65 de 2014 (MIFID II), que estableció el marco del gobierno general de los productos regulados del mercado de valores.

En el citado documento la ESMA les solicitó a las NCAS hacer cumplir las siguientes características en el cuerpo del prospecto, en cumplimiento de la regulación europea CDR 980 de 2019 y que no se limiten solo a ella, sino a todas las demás que sean aplicables, tales como las siguientes:

1. Definición de factores de riesgo en los que se anuncien conflictos de interés inherentes a las transacciones del vehículo, al proceso de toma de decisiones con respecto a la combinación de los negocios y a las posibles futuras diluciones que deben evidenciarse por medio de la presentación de escenarios por parte del emisor y del patrocinador.

2. Estrategia y objetivos, con inclusión de la descripción del emisor, tanto de los aspectos financieros como de los no financieros.
3. Cuentas de depósito o fiducias y procedimientos de reinversión.
4. Experiencia relevante de los patrocinadores y de las restantes personas participantes en la estructuración del vehículo.
5. Conflictos de interés propios del patrocinador.
6. Acciones, garantías y derechos de los accionistas.
7. Accionistas mayoritarios.
8. Transacciones con las partes relacionadas.
9. Intereses materiales.
10. Información adicional relevante de la oferta.
11. Información de posibles nuevos interesados en la oferta.
12. Información sobre el precio ofertado.

En general, la autoridad europea se comportó en gran medida en forma similar a su par estadounidense gracias a la rápida adopción del mercado en 2021, lo que hizo necesario replicar las reglas existentes. Es importante mencionar que, aunque la ESMA es uno de los cuatro entes regulatorios de la unión europea, también hay regímenes nacionales aplicables, por lo que les solicita a las NCAS tomar las acciones apropiadas porque son ellas las que deben garantizar el cumplimiento para armonizar y estandarizar las reglas de juego en todo el continente.

Las tres grandes diferencias entre lo establecido por la ESMA con respecto a las regulaciones de la SEC son:

1. El país de incorporación del vehículo.
2. El país en el que se listará el vehículo.

3. El domicilio de los patrocinadores y de los inversionistas.

Las mencionadas condiciones específicas son muy importantes en términos jurídicos pues se debe proceder con total armonía para disminuir las probabilidades de arbitraje entre jurisdicciones y para evitar favorecer en mayor medida a alguna de las partes. Además, hay regímenes que pesan más en la elección de cuál registrará cuando las SPAC tienen presencia en diferentes países en la unión europea.

A continuación, se exponen las diferencias adicionales entre las regulaciones de ambos continentes (AFME, 2022):

1. Los fondos obtenidos en euros atraen tasas de interés negativas en las cuentas fiduciarias y el consecuente sobrecosto se les transfiere a los inversionistas a través de una deducción en la cuenta individual o como una provisión por parte del patrocinador como capital en riesgo.

2. Para evitar la necesidad de prospecto para un PIPE: las acciones de consideración de la DE-SPAC o para la cotización de acciones que reemplazarán las unidades o las garantías futuras. Algunas SPAC listadas en Euronext Amsterdam han emitido y cotizado gran cantidad de acciones para mantenerlas en tesorería para los mencionados fines.

3. Para evitar que se las clasifique como inversiones alternativas, se le expresa al supervisor el objetivo claro de adquisición de una única compañía que tiene una actividad comercial y que no se categoriza como inversión. Además, no se invierte en portafolios para compensar las posibles pérdidas por las tasas de interés antes mencionadas en las cuentas de fiducia.

4. Las SPAC con patrocinadores estadounidenses deben garantizar que cumplen la definición de emisor privado extranjero contemplada en la ley de acciones con el fin de evitar quedar sujetas a lo estipulado en la regulación S, categoría 3, que las obligaría a la presentación adicional de acuerdos certificados de acciones para inversionistas de Estados Unidos.

Hasta inicios de junio de 2023 ESMA no se ha manifestado sobre el pronunciamiento de la SEC y la regla 140a, de modo que, de aprobarse en Estados Unidos y no en Europa, podría incentivar el traslado del apetito inversionista hacia el viejo continente de los patrocinadores de SPAC.

Después analizar principales normas acerca de las inversiones en renta variable aplicables en los dos mercados se evaluaron la regulación y los marcos jurídicos que de manera eventual puedan viabilizar las SPAC en el territorio nacional y en el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Situación colombiana actual

En la actualidad no hay vehículos similares a las SPAC en el mercado nacional de valores. Si bien se ha trabajado a partir de la fusión de las bolsas regionales, que dieron paso a la constitución de la BVC, en términos de confianza, regulación y profundidad del mercado de renta variable, la balanza de emisiones y el desliste de empresas, se ha enfatizado en mayor medida en el último aspecto, lo que limita la liquidez y la adopción de nuevos vehículos en el ecosistema de inversiones. Según el artículo de *La República* Durante este siglo, más de 100 emisores han salido de la Bolsa de Valores de Colombia (2022), hasta el tercer trimestre del 2022, “bien sea por fusiones, adquisiciones, liquidaciones o cancelaciones, en este siglo han desaparecido más de 100 emisores de la bolsa local”, a lo que se sumó la disminución de intermediarios de mercado, de acuerdo con la citada fuente, “pues apenas ocho comisionistas de bolsa mueven el 94% del total del mercado accionario”.

Si se compara el escenario descrito del mercado colombiano de valores con los de los países más desarrollados del mundo se concluye que desde ese punto de vista no es alentadora la adopción de vehículos del tipo estudiado y que tampoco lo es desde la perspectiva de las normas pertinentes vigentes en el país.

La regulación del mercado de valores es extensa y muy técnica, lo que implica que el régimen jurídico sea complejo en los siguientes aspectos:

1. Se requieren profesionales con conocimientos especializados para prestar servicios de asesoría y de estructuración del citado tipo de vehículos. En la actualidad, tal antes como se mencionó, el número de comisionistas de bolsa es reducido y hay muy pocos abogados con conocimientos en mercado de valores.
2. De acuerdo con Molano Camacho (2021, p. 261), “el régimen jurídico del mercado de valores se encuentra disperso en diferentes normas y, al estar estrechamente interconectado con otros regímenes normativos altamente reglados, reduce los incentivos de innovación debido a un alto riesgo de cumplimiento”.
3. El régimen jurídico colombiano del mercado de valores es inestable porque se modifica con mayor frecuencia que los marcos normativos de los países desarrollados.

Según el citado autor, las únicas figuras jurídicas que pueden emitir valores en el mercado público nacional son las sociedades anónimas reguladas en el Código de Comercio y sin únicamente potenciales de habilitación para el ingreso al mercado de SPAC porque emulan el tipo de sociedades con carácter típico de capital participantes en el mercado estadounidense (*corporations*), puesto que las demás sociedades en el país son de personas naturales o híbridas.

Como se mencionó, las sociedades anónimas están habilitadas para emitir acciones en el mercado colombiano, pero para su constitución presenta hay un alto grado de prohibiciones y formalismos que desincentivan la idea inicial de facilitar las emisiones de SPAC, en comparación con las emisiones iniciales tradicionales, por lo que agregarían más barreras de entrada a la adopción del vehículo en el país. En consecuencia, para el autor el mecanismo societario más adecuado para el caso serían las sociedades por acciones simplificadas o S. A. S., pero con el siguiente agravante: en la actualidad “no pueden emitir acciones en el mercado público de valores colombiano debido a una prohibición expresa contenida en el artículo 4 de la Ley 1258 del 2008” (Molano Camacho, 2021, p. 262). En el proyecto de ley 413 de 2021 (Senado de la República, 2021), elaborado por el ministro de Hacienda y Crédito Público de ese entonces, Alberto Carrasquilla Barrera, y la senadora María del Rosario Guerra de la Espriella, el artículo 33 proponía reformar el artículo 4 de la ley 1258 de 2008 con el fin de habilitar a las S. A. S. para emitir acciones. Sin embargo, el proyecto se archivó antes de la aprobación en segundo debate.

Para poner en perspectiva el interés de los empresarios en la constitución de S. A. S. respecto a la de sociedades anónimas tradicionales, Castillo Madriñán (2022) destacó la amplia diferencia entre el número de matrículas de nuevas empresas registradas en la Cámara de Comercio de Bogotá en 2015: hubo 40.000 de tipo S. A. S. y solamente 2.000 de otros tipos societarios, como las anónimas.

A pesar de la prohibición para la emisión en el mercado de valores todavía vigente, la regulación, la flexibilidad y la simplicidad de las sociedades por acciones simplificadas implican que son la mejor opción para la adopción y la viabilidad de las SPAC en el país. Entre las ventajas de utilizar este modelo asociativo mercantil, en la eventualidad de la aprobación una norma similar a la contemplada en el proyecto de ley 413 de 2021 (Senado de la República, 2021) se encuentran:

1. Requisitos más sencillos, flexibles y fáciles de cumplir en términos de constitución y de funcionamiento en comparación con los otros tipos de sociedades existentes en Colombia.
2. Posibilidad de emitir diferentes series y clases de acciones.
3. Adaptabilidad a los diferentes requerimientos de actividades y de empresas.
4. Mayor madurez institucional, comparable con los pares internacionales *limited liability company* (LLC), de Estados Unidos, y *société par actions simplifiée* (SAS), de Francia.

Por otra parte, según varios grupos jurídicos interesados en el asunto en diferentes espacios académicos, las desventajas de permitirles la emisión de valores a S. A S. son:

1. La pérdida de la flexibilidad inherente al tipo de sociedad porque tendría que cumplir los requerimientos exigidos en la actualidad en el mercado de valores.
2. La pérdida potencial de las características de sociedades híbridas porque adoptaría matices propios de las sociedades tradicionales.
3. Las sociedades podrían tener riesgos reputacionales debido a escándalos eventuales en el mercado de valores.
4. En el presente se cuenta con varios mecanismos de capitalización para las S. A. S. que no hacen necesario acudir al mercado de valores, como son las plataformas de fondeo.
5. Los conflictos recurrentes en materia societaria, que son mayores en las S. A. S. por el problema de agencia en términos de colisiones de interés y de abuso de derecho al voto por la concentración de capital (Castillo Madriñán, 2022).

Por último, Molano Camacho (2021) formuló sus críticas respecto a las limitantes planteadas por sus pares, que los autores del trabajo de grado consideran relevantes en cuanto al cambio de políticas y a la adopción del vehículo en el ecosistema bursátil colombiano. Primero, cuestionó cómo el marco normativo de la sociedad por acciones simplificada cambiaría con su inclusión al

mercado de valores debido a que las reglas en principio exigibles serían las referentes a la nueva calidad de emisor público y no las que tienen que ver con el tipo societario, como pasa con las emisiones de microfinanciación colectiva (*crowdfunding*) por medio de las S. A. S. bajo el decreto legislativo 817 de 2020 (Presidencia de la República, 2020), que no afectó el régimen societario, salvo en condiciones adicionales encaminadas a proteger al inversionista. Segundo, no se evidenció el impacto en casos reales en su característica híbrida formuladas por los académicos. Por último y, en concepto de los autores del trabajo de grado, el planteamiento más importante del autor citado es que la ley colombiana que reguló la prohibición de la participación de dicho modelo societario en la emisión de valores se fundamenta en la restricción impuesta en el artículo L227-2 del Código de Comercio de Francia, que se enmarcó en un contexto mercantil y empresarial específico por problemas de insolvencia de las S. A. S. del mencionado país en inicios de los noventa, lo que dio pie a la ley francesa 94-1 del 3 de enero de 1994, en la que se incluyó el artículo en mención. Las condiciones que llevaron a la adopción de esta ley no necesariamente son vigentes en la actualidad, por lo que seguir trasladando las limitantes a Colombia carece de sentido, al menos en opinión de los autores del trabajo de grado.

Los retos locales para la viabilidad de las SPAC, en términos jurídicos y societarios, agrupan lo antes planteado. Primero, de acuerdo con las normas actuales, se debe constituir una sociedad anónima, cuya configuración tiene restricciones que pueden entorpecer y disminuir el atractivo de este tipo de vehículos. Segundo, se deben cumplir las regulaciones vigentes establecidas en el decreto 2555 de 2010 (Presidencia de la República, 2010), en particular los artículos 5.2.1.1.3, 1.3.6.1.1.18.3 y 1.3.6.1.1.18.6. El primero regula los requisitos para la inscripción de emisiones y emisores en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) y en su literal (i) determinó la obligación de acompañar la solicitud de inscripción con un estudio de factibilidad económica,

financiera y de mercado del emisor si tiene menos de dos años de operación, lo que aplicaría para las SPAC, que es una barrera de entrada que desincentivaría la implementación. En los otros dos artículos mencionados y en la parte III, título I, capítulo II de la circular básica de la Superintendencia Financiera de Colombia (Superintendencia Financiera de Colombia, 2021) hay obstáculos adicionales por evaluar referentes a los requerimientos sobre los prospectos de información y las características exigibles en una emisión primaria de acciones, como la descripción de la actividad primaria del emisor, la reseña histórica de la entidad y los estados financieros auditados que se deben presentar para la aprobación.

Se puede concluir en este capítulo regulatorio que el marco jurídico actual que no se diseñó para incentivar la adopción y el desarrollo de los vehículos analizados, que son disruptivos del mercado. No obstante, eso no puede limitar la futura flexibilidad de los requisitos para construir y ofrecer herramientas que mejoren y profundicen el mercado de renta variable en el país. Se debe partir de lo desarrollado en los mercados estadounidense y europeo, pero, más que copiar, como lo sucedido en apariencia con la homologación del artículo L227-2 del Código de Comercio de Francia para prohibirles a las S. A. S. en la emisión de valores, que se debió a problemas de liquidez puntual de inicios de los noventa. Se debe depurar lo que obedece a situaciones idiosincráticas con el fin de promulgar normas que beneficien el ecosistema nacional de inversión y que, a la vez, protejan los intereses de los participantes, como la estructuración de un régimen excepcional para las S. A. S. y la adopción de medidas similares a las propuestas por la SEC para disminuir el problema de agencia. La integración de mercados, como el MILA, debe impulsar, en su misión de acceso simple y eficiente a los cuatro mercados latinoamericanos implicados, la ampliación de normas transnacionales que faciliten el crecimiento conjunto de la inversión continental y la atracción de nuevos emisores.

Capítulo 4: identificación de variables atribuibles a la cultura y a la confianza en los agentes de mercado local que restringen el desarrollo de la alternativa de inversión estudiada

Las SPAC, así como los restantes instrumentos financieros que existen en los mercados, se componen, en su base más simple, de cálculos matemáticos que, aunque obedecen a su naturaleza exacta, no pueden garantizar en la totalidad de los casos un retorno esperado. Esto es consecuencia, tanto de factores internos derivados del comportamiento del activo subyacente, como de factores externos que pueden afectar un sinnúmero de frentes del producto, entre los que se encuentran los cambios regulatorios presentados en el capítulo 2, el ecosistema financiero y empresarial y las condiciones sociopolíticas, entre otros. Es interesante advertir que en los análisis que se realizan, cuando se evalúa en cuál producto invertir, se preste mayor importancia a todos los mencionados factores, que son claramente importantes, pero que no se profundice en el perfilamiento de la contraparte de la ecuación, esto es, el potencial inversionista.

Con base en lo anterior, y con fundamento en la corriente que evalúa las características psicológicas de los mercados desde un enfoque comportamental, se consideró pertinente identificar cuáles variables propias de la idiosincrasia nacional pueden afectar la forma de invertir en las SPAC. Como se hizo en los capítulos anteriores, se presenta en primer lugar lo ocurrido en el mercado estadounidense, por su madurez y su profundidad, y después se analiza cómo se comporta el ciudadano colombiano en este campo.

El auge y el declive estadounidenses

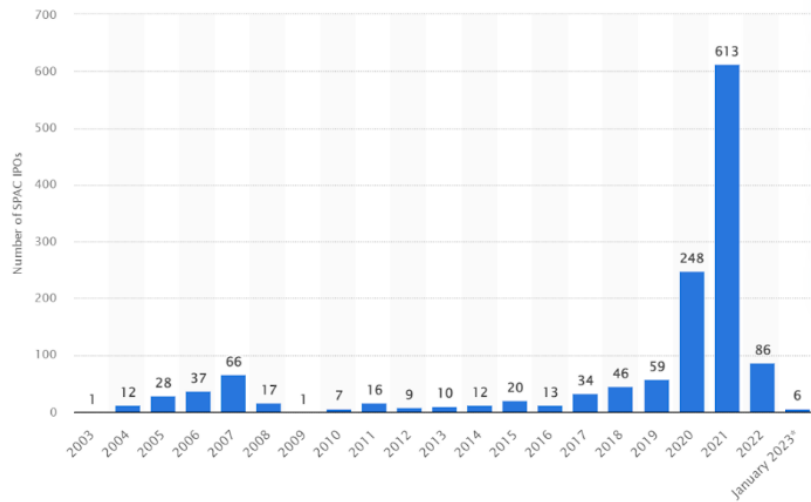
Como se mencionó en el capítulo 1, en 2021 el mercado bursátil estadounidense gozó de grandes rendimientos, como la recuperación experimentada por el índice SP500, que repuntó 68% desde sus niveles más bajos de marzo del 2020 entre otras razones, por las acciones tomadas por el gobierno por medio de alivios que buscaban ayudar a las familias a sobrellevar los impactos de las cuarentenas derivadas de la pandemia. Uno de los mecanismos de ayuda utilizado por el gobierno y la FED⁴ fue la flexibilización cuantitativa o QE (forma abreviada que proviene de las iniciales de la expresión en inglés *quantitative easing*) que, en síntesis, es un programa de estímulo que utilizan los bancos centrales para adquirir, en lo primordial, títulos de deuda pública, pero que en ocasiones incluyen compras de bonos corporativos e incluso acciones, como ocurrió en el período 2020-2021. Estas operaciones incrementan el activo en el balance del banco y, por tanto, su exposición a los riesgos de mercado, pero agregan liquidez al mercado financiero, mantienen valores bajos de las tasas de interés y generan confianza en los inversionistas. El uso prolongado de este tipo de mecanismos trae consigo alteraciones económicas, entre las que se encuentran presiones inflacionarias alcistas, incremento en la brecha de ingresos entre los diversos estratos socioeconómicos y creación de burbujas en diferentes sectores a los que se destina la mayor parte de la liquidez (Jackson, 2023).

Las SPAC mostraron una tendencia creciente sostenida a partir de 2016, pero solo en el período 2020-2021 sucedió el gran auge del instrumento financiero, gracias en gran medida a las ayudas antes mencionadas anteriormente. En las dos siguientes figuras se muestra el buen momento del

⁴ La Federal Reserve System (FED) es el banco central de los Estados Unidos de América.

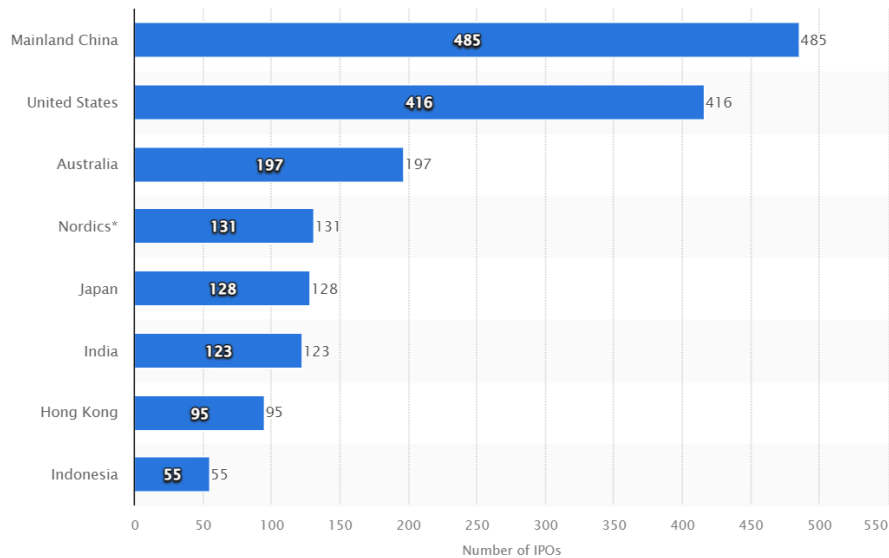
instrumento y cómo se apoderó de un mercado que era exclusivo de las IPO tradicionales, las hizo ceder terreno y las superó en número de emisiones en 2021.

Figura 2. Número de IPO SPAC en Estados Unidos entre 2003 y 2023



Fuente: Statista (2023)

Figura 3. Número de IPO tradicionales en el mundo en 2021



Fuente: Statista (2021)

Aunque la aceleración en la adopción del vehículo se materializó por los efectos del mencionado tipo de mecanismos de expansión monetaria, es pertinente aclarar que no solo la liquidez del mercado permitió este impulso, pues dicho disponible podría haberse destinado a otra categoría de inversiones. Entonces, ¿qué fue lo que hizo atractivas a las SPAC en el período 2020-2021? A continuación, se presentan los nombres de varios personajes que tuvieron gran participación en el fenómeno: Chamath Palihapitiya, CEO de Social Capital; Bill Ackman, CEO de Pershing Square Capital; Shaquille O'Neal, exjugador de la NBA y comentarista deportivo; Richard Branson, CEO de Virgin, y Alex Rodriguez, exjugador de las grandes ligas de béisbol, por nombrar solo algunas de las celebridades que patrocinaron SPAC y que contribuyeron a su desarrollo en el período evaluado.

Varios personajes con influencia pública fueron los responsables de atraer a un sinnúmero de inversionistas que eran testigos de cómo la QE ayudaba a fondear diferentes empresas emergentes de Silicon Valley por medio de proyecciones exorbitantes de sus valoraciones, por lo que podrían listarse públicamente por medio de SPAC. Este fue el caso de Lucid Motors, compañía automotriz que fue valorada en 24.000 millones de dólares (Brown y Foldy, 2021) antes de fusionarse con la SPAC Churchill Capital Corp IV, operación que fue una de las transacciones más grandes en dicho tipo de vehículos de inversión.

Con base en la mencionada información, cualquier analista de banca de inversión podría afirmar que no había nada de extraordinario en la adquisición si las proyecciones, los supuestos y los estados financieros lo avalaban. Pero esta transacción distó de ser ordinaria pues en el momento de la fusión la compañía aún no había producido su primer automóvil, que era competencia directa de la gama alta del segmento eléctrico de Tesla. Aún sin tener su primera venta real y con

una planta de producción en construcción, era tal el apetito inversionista que la acción se transó después del cierre ordinario del lunes siguiente a la emisión en 40USD, lo que llevó su valoración implícita a valores de USD65.000 millones. Ese mismo día la valoración de General Electric tenía una valoración de USD75.000 millones, con ventas globales cercanas a los 6,5 millones de automóviles por año y una utilidad antes de impuestos en el año anterior de USD9,5 millones. En el capítulo 4 se muestra en detalle el comportamiento y la evolución de algunas SPAC, entre las que se destaca Lucid Motors Inc.

Si se mira en retrospectiva, la explicación para el éxito de la transacción, documentada por varios medios, entre ellos *Wall Street Journal*, tiene mucho que ver con Michael Klein, el patrocinador del SPAC Churchill Capital Corp IV, que antes de ser el patrocinador de siete SPAC exitosas en 2020 y 2021, que lograron captar USD1.600 millones (Katje, 2021), fue el CEO global de la banca de inversión de Citigroup. Su manejo mediático en redes sociales atrajo gran cantidad de nuevos inversionistas principiantes que, más que invertir, apostaban a lo que estuviera de moda o que tuviera como principal representante a una personalidad que capitalizara con su carisma una potencial ganancia. Este nuevo grupo de inversionistas impulsó el famoso repunte de Gamestop y llevó a la bancarrota a varios fondos de cobertura, entre ellos Melvin Capital, que mantenían posiciones abiertas en corto de la acción (Goldstein y Kelly, 2022) permitieron el rápido crecimiento de plataformas de negociación como Robinhood (Klebnikov y Gara, 2020).

Algunos inversionistas que en la etapa temprana de emisión compraron las acciones de la SPAC que buscaba fusionar a Lucid, con un precio por acción estimado entre USD10 y USD13, vieron cómo en el anuncio de integración alcanzaron niveles superiores al 400% de su valor inicial, lo que se tradujo en un efecto de bola de nieve en el que los inversionistas aficionados anunciaron con bombo y platillos en las plataformas Twitter y Reddit las bondades de participar en dicho

tipo de vehículos, lo que generó un impulso que infló en forma artificial el valor de la acción, al igual que lo sucedido en el caso de Gamestop. Este incremento en el precio de la acción se dio sin importar cuál era su activo subyacente, cuál era el objeto social de la compañía y cuáles eran los datos que respaldaban las valoraciones presentadas por los patrocinadores al mercado. La situación la aprovecharon inversionistas profesionales, que empezaron a capitalizar, como en los casos antes mencionados, que con un historial de éxito o *track record* podrían hacer transacciones de igual magnitud o incluso mayores, como ocurrió con Bill Ackman y su intento de comprar una parte de Universal Music Group, que logró recaudar USD4.000 millones; sin embargo, las restricciones de la SEC impidieron la fusión y se les devolvió el capital a los inversionistas.

El mencionado tipo de comportamientos del nicho de inversionistas principiantes se asemeja al de los integrantes de un esquema *ponzi*, en el que los primeros ingresan dineros respaldados por la inyección de capital de otras personas, lo que permite crear potencialmente altas ganancias para los primeros participantes, pero que deja en riesgo de impago a los últimos, como sucedió en el caso de Wallstreetbets (McArthur, 2022).

Desde la óptica de las finanzas comportamentales, la cantidad de errores en las tomas de decisiones y los claros sesgos de los participantes inclinaron hasta a Eugene Fama a pensar que el mercado está lejos de ser eficiente. El **autoengaño** fue, en concepto de los autores del trabajo de grado, el principal causante de las pérdidas en dicho tipo de transacciones con SPAC en el auge estadounidense, en el que la liquidez desplazó la investigación, la rigurosidad y la disciplina para entender y valorar en debida forma el mercado, los riesgos y el producto en el que invertían los grupos. La influencia social fue clave para destinar recursos a vehículos sin prospectos claros y sin un potencial real de generación de valor. El impacto en la salud mental derivado del encierro y de las restricciones propias de una pandemia condujeron a sobreponer en muchos casos las

emociones sobre la razón, lo que llevó a potencializar el **efecto de rebaño**. Este tipo de comportamientos no tuvo en todas las ocasiones buenos finales o, al menos, solo pérdidas económicas, como fue el caso de Alexander Kearns, de 20 años (Kleknikov y Gara, 2020):

como muchos otros, Kearns tomó las inversiones en bolsa en la pandemia y se inscribió en la firma de corretaje Robinhood, que ofrece negociación sin comisión, una *app* fácil y divertida de usar. Alexander empezó a transar opciones sin entender cómo funcionan los mercados de derivados, por lo que un día al entrar a operar se encontró sorpresivamente con un balance negativo de USD730.165, lo que lo llevó a tomar la decisión de acabar con su vida. La nota dejada por él dice: “No tenía idea qué estaba haciendo”. En el momento de realizar la investigación, los directivos de la plataforma confirmaron que el balance no fue de pérdidas realizadas porque se compensaron en el cierre de la jornada.

Por las razones expuestas, los autores del presente estudio están de acuerdo con lo planteado por Haniffa *et al.* (2022) y consideran que la gran diferencia entre una SPAC y una IPO radica, desde una perspectiva comportamental, en que en la primera no se cuenta con estados financieros de ejercicios anteriores, ni con activos sujetos de valoración, por lo que el capital social que pueda explotar el patrocinador es el mayor atractivo para que el vehículo sea exitoso. Según los citados autores (p. 3),

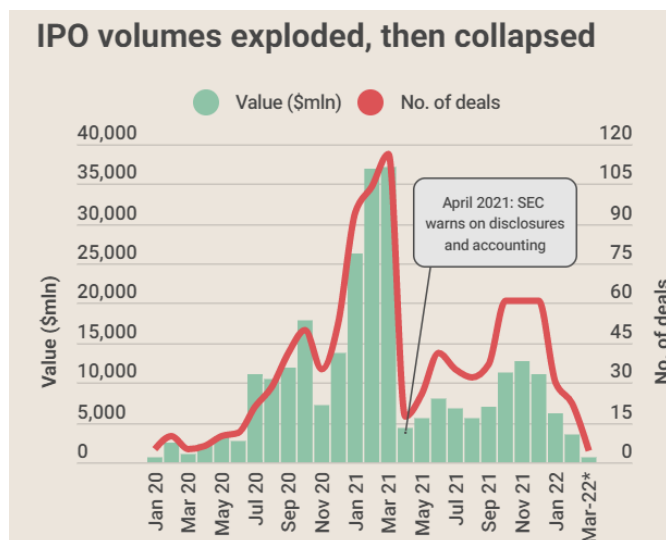
Aunque que la mayoría de los estudios previos al análisis fueron importantes, fallaron porque no consideraron los aspectos intangibles relacionados con los fundadores de las SPAC, que consideramos son la principal fuerza del éxito en el recaudo de fondos para estos vehículos.

Los autores del trabajo de grado están convencidos de que figuras como Ackman, Palihapitiya, Branson, Musk y Klein fueron importantes en la atracción y la estructuración de SPAC que permitieron nuevas integraciones de empresas privadas al mercado público, pero, como advirtió la SEC en la alerta al inversionista del 10 de marzo de 2021, “Nunca es una buena idea invertir en una SPAC simplemente porque alguien famoso patrocina o invierte en él y dice que es una buena inversión” (SEC, 2021).

En síntesis, para los autores del trabajo de grado es igual de relevante que el inversionista principiante desarrolle una capacidad de culturización y de entendimiento financiero que lo lleve a considerar y a cuantificar los riesgos que está aceptando al ingresar a un mercado bursátil y a invertir en vehículos como las SPAC.

Por último, la caída en Estados Unidos después del auge experimentado empezó a obedecer al fracaso en inversiones en empresas emergentes que no pudieron desarrollar sus promesas de valor, a que algunos patrocinadores no pudieron concluir con éxito la búsqueda de la mejor empresa objetivo y a que se comenzó a revisar las reglas de juego normativo por parte de los reguladores de mercado, como lo muestra la siguiente gráfica (Baker, 2022, p. 1).

Figura 4. Evolución y colapso de las IPO SPAC en el mundo entre 2020 y 2022



Fuente: Baker (2022, p. 1)

Variables atribuibles al mercado colombiano

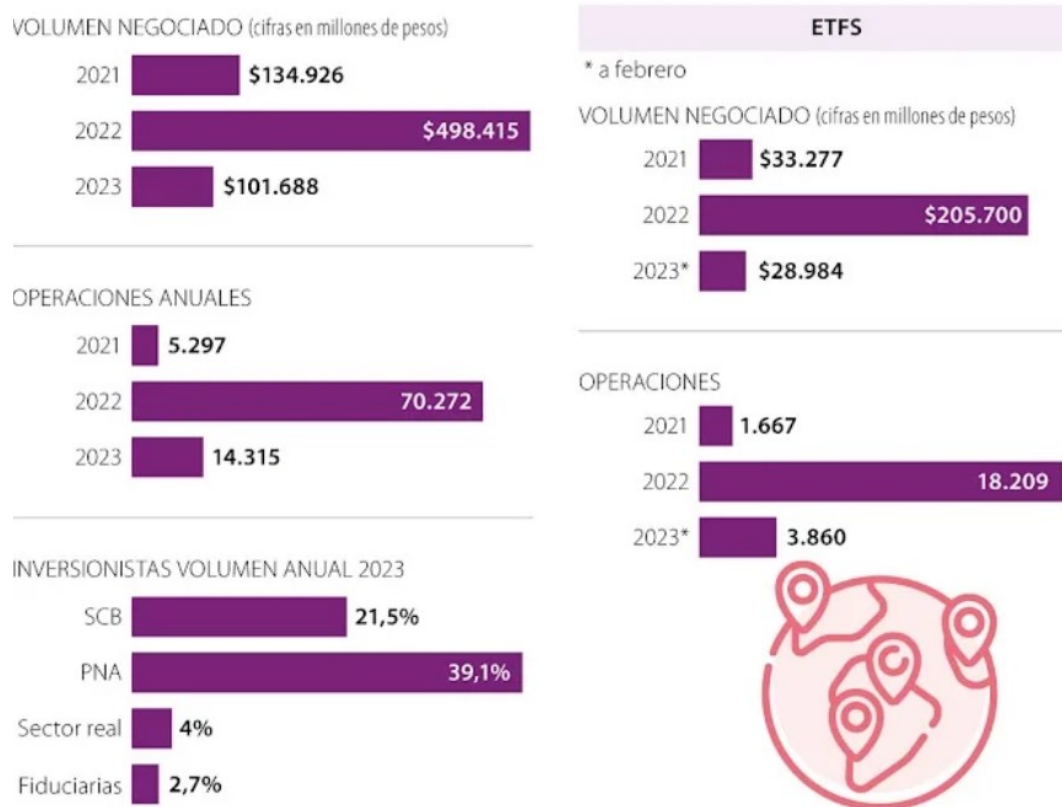
Con fundamento en lo experimentado por un mercado más desarrollado, en el que las opciones de inversión varían, el nivel de bancarización es mayor y la educación financiera es mejor que la colombiana, se presenta en seguida un análisis inicial sobre que acerca y lo que diferencia a los ciudadanos del país en cuanto a la adopción de los productos financieros estudiados y si las condiciones regulatorias y de mercado son positivas en el futuro cercano.

En los años posteriores a la cuarentena obligatoria causada por la pandemia del covid-19 la BVC ha experimentado un crecimiento orgánico en la participación de sus accionistas. En el cierre de 2020 se llegó a 519.650 inversionistas, según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia, a pesar de ser uno de sus peores años desde su creación, porque la mayoría de los activos llegaron a cotizarse en mínimos históricos debido a la coyuntura y al alto grado de incertidumbre global. De acuerdo con Salazar Sierra (2022), 25.241 inversionistas se sumaron en 2021 en gran medida por los cambios en las dinámicas financieras de los hogares puesto que,

gracias a las restricciones, los consumidores pudieron destinar parte de su tiempo a aprender a invertir, animados por las tendencias antes mencionadas en ese período en el mercado de Estados Unidos. La negociación personal empezó a tomar vuelo y a los inversionistas minoristas se les facilitó el acceso a las plataformas de transacción con aplicaciones digitales, como Trii y Tiba, empresas locales que llegaron a competir con las comisionistas tradicionales de bolsa por la facilidad en la operatividad, la variedad de productos y de índices, los mercados y sus bajos costos de comisión.

La dinámica del Mercado Global Colombiano (MGC) de la BVC también tuvo resultados muy satisfactorios en términos de volúmenes negociados. El MGC es un sistema de cotización de valores habilitado por la BVC que les permite a inversionistas locales participar en la compra y la venta de títulos extranjeros por medio de una comisionista de bolsa sin la necesidad de ser titulares de cuentas bancarias fuera del país, por lo que las transacciones se realizan en pesos colombianos. Hasta el 1 de mayo de 2023 estaban disponibles para inversión en el MGC (BVC, 2023) trece acciones del mercado estadounidense, cinco acciones del chileno, siete fondos negociados en la bolsa de renta fija y dieciséis fondos negociados en la bolsa de renta variable. Cabe aclarar que los ETF son valores que se negocian como una acción normal y simulan el comportamiento de una selección de acciones, como, por ejemplo, la lista de las diez compañías de tecnología con mayor capitalización bursátil y un índice, como el SP500, entre otros. La siguiente figura muestra la evolución desde 2021 hasta febrero de 2023.

Figura 5. Infograma del movimiento del MGC



Fuente: Solórzano Cárdenas (2023)

La sensación que dejan estas cifras podría llevar a pensar que sería fácil atraer colombianos a invertir en productos disruptivos, como las SPAC, incluso, si se considera que las ofertas públicas de adquisición (OPA) que se realizaron durante dicho período justificaron una proporción significativa del incremento.

Es relevante recordar que la participación tuvo esta evolución, a pesar de que los resultados de los últimos tres años de la BVC no han salido de la franja roja, debido a los choques inflacionarios alcistas, a la incertidumbre sobre posibles escenarios recesivos de las economías local y global, a las guerras en otros continentes y a las restricciones logísticas internacionales, así como al panorama de cambio de tendencia política con la posesión, por primera vez en la historia del país, de un presidente de izquierda.

Aunque no hay datos que permitan segmentar cuántos inversionistas nuevos fueron producto de una mejor educación financiera y cuántos son por efecto de rebaño gracias a las redes sociales, los autores del estudio consideran que el ecosistema de inversión del país está madurando con mayor rapidez que en años anteriores porque también se está avanzando en términos de bancarización. Según Demirgüç-Kunt *et al.* (2022, p. 193), Colombia registraba el 30,43% de la población adulta bancarizada en el final de 2011 y creció hasta alrededor del 60% en diez años. Las inclusiones en el sistema financiero ayudan a que los compatriotas se expongan en mayor medida al mercado de valores.

Lastimosamente, Colombia es un país con un historial de violencia que permeó a toda la población, cambió hábitos y definió estructuras mentales, lo para muy buena parte de los habitantes privilegian las retribuciones monetarias tempranas provenientes de actividades que garanticen flujos de largo plazo. Esto se evidencia en las inversiones que se han realizado en un sinnúmero de esquemas *ponzi*, como DMG, OMEGAPRO y ZRII, entre otros. Además, muchas personas que quieren invertir, pero que se mantienen con dudas, argumentan que, cuando han confiado en las instituciones, en algunos casos las han defraudado, como ocurrió con la quiebra de Interbolsa, las diferentes estafas inmobiliarias y los problemas con algunas plataformas de criptomonedas, para solo mencionar algunos. Por último, el pensamiento de querer ganar mucho dinero en corto tiempo ha llevado a que las aspiraciones de muchos jóvenes en edad de empezar su etapa universitaria los induzcan a cambiar sus estudios por actividades como la de influenciador, como lo encontró en su estudio la empresa de servicios de remesas Remitly, que analizó y perfiló las búsquedas en Google (Suárez, 2023). Todo lo anterior condujo a que la sociedad colombiana sea fácilmente influenciable por futuros patrocinadores (*sponsors*), como sucedió en el auge estadounidense.

Capítulo 5: análisis del comportamiento bursátil de la acción de la SPAC

El comportamiento mostrado por las SPAC durante 2021, en el que se alcanzó el número más alto de IPO de SPAC en la historia, confirmó el concepto de que los mercados con elevada liquidez disminuyen su aversión al riesgo y utilizan instrumentos financieros que prometen rentabilidades altas. A continuación, se muestra cómo ha sido el desarrollo de dichos vehículos de inversión mediante el análisis de una muestra y de sus variaciones en el tiempo por medio de varias estadísticas descriptivas.

Muestra seleccionada

Se seleccionaron ocho de las SPAC más reconocidas, que se identificaron con un barrido por varias industrias y diversos momentos de creación. La muestra está compuesta por las siguientes compañías:

Tabla 2. Muestra seleccionada para analizar el comportamiento bursátil de las SPAC

Acrónimo	Nombre	Industria
LCID	Lucid Group	Vehículos eléctricos
DKNG	Draftkings	Entretenimiento, juegos y apuestas
SOFI	Sofi Technologies	Servicios financieros
BZFD	Buzzfeed	Servicios informáticos y de comunicación

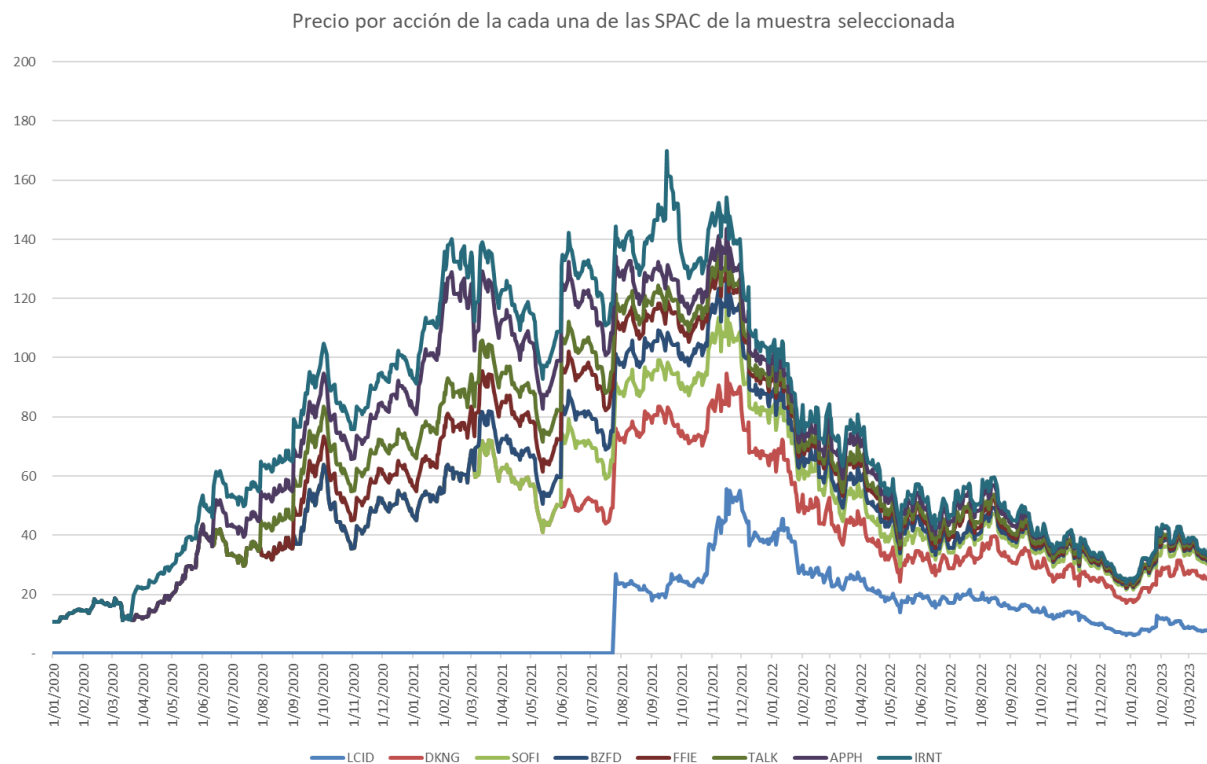
FFIE	Faraday Future Intelligent Electric	Vehículos eléctricos
TALK	Talkspace	Cuidado de la salud
APPH	Appharvest	Productos agrícolas
IRNT	Ironnet	Servicios informáticos y de comunicación

Fuente: elaboración propia

Generalidades de la muestra seleccionada

En las siguientes figuras se observa que durante 2021 se dio, no solo la mayor cantidad de emisiones de nuevas SPAC, sino que también se alcanzan los máximos históricos en los precios. Sin embargo, también se aprecia cómo durante la totalidad de 2022 y hasta abril de 2023 la tendencia fue bajista y llegó en varios casos a estar por debajo del valor de emisión de la SPAC. La efervescencia del período posterior a la pandemia del covid-19, la alta liquidez y la acostumbrada búsqueda de rendimientos más altos con portafolios menos adversos al riesgo presionaron al alza los precios de los activos que prometían rentabilidades altas en el corto plazo (menos de dos años), lo que se revirtió con creces en los momentos en que los capitales migraron a inversiones más seguras, ante la aparición de tensiones sociopolíticas, guerras y desaceleración de la economía en las potencias mundiales y la tendencia general volvió a ser a la baja.

Figura 6. Precio por acción de cada una de las SPAC de la muestra seleccionada



Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023a; 2023b; 2023c; 2023d; 2023e; 2023f; 2023g; 2023h)

Se calculó la rentabilidad agregada de las ocho SPAC de la muestra desde el 1 de enero de 2020 o desde el primer día disponible, según cada caso, hasta el 1 de marzo de 2023, con base en Bloomberg (2023a; 2023b; 2023c; 2023d; 2023e; 2023f; 2023g; 2023h). El resultado se muestra en la figura 7.

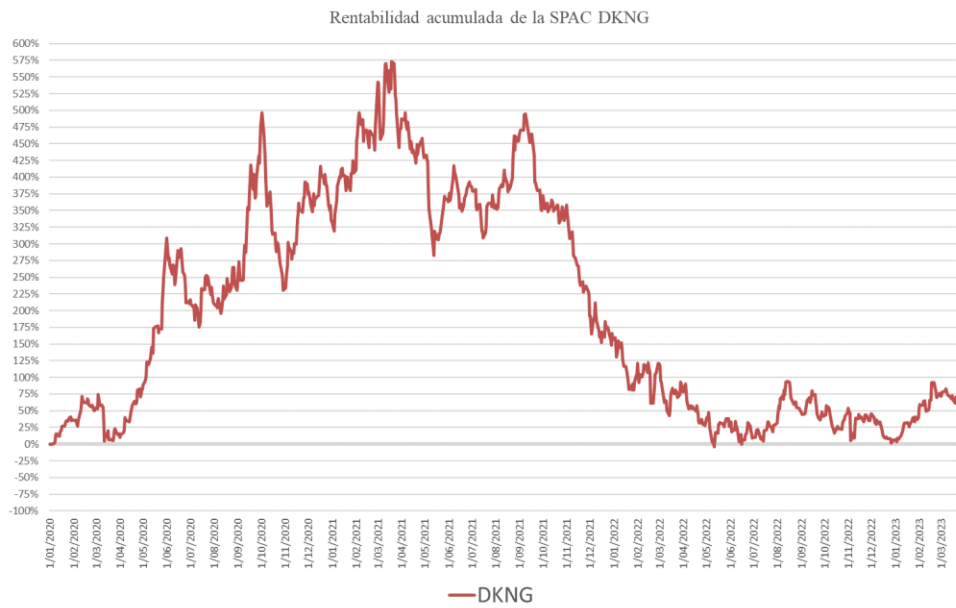
Rentabilidad acumulada de las SPAC de la muestra

Figura 8. Rentabilidad acumulada de la SPAC LCID



Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023f)

Figura 9. Rentabilidad acumulada de la SPAC DKNG



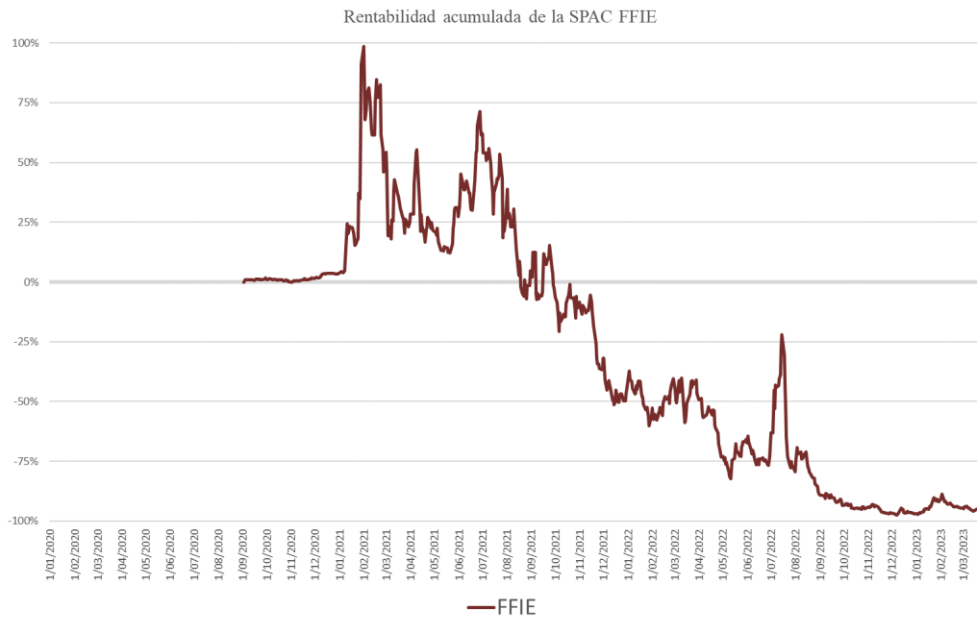
Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023c)

Figura 10. Rentabilidad acumulada de la SPAC SOFI



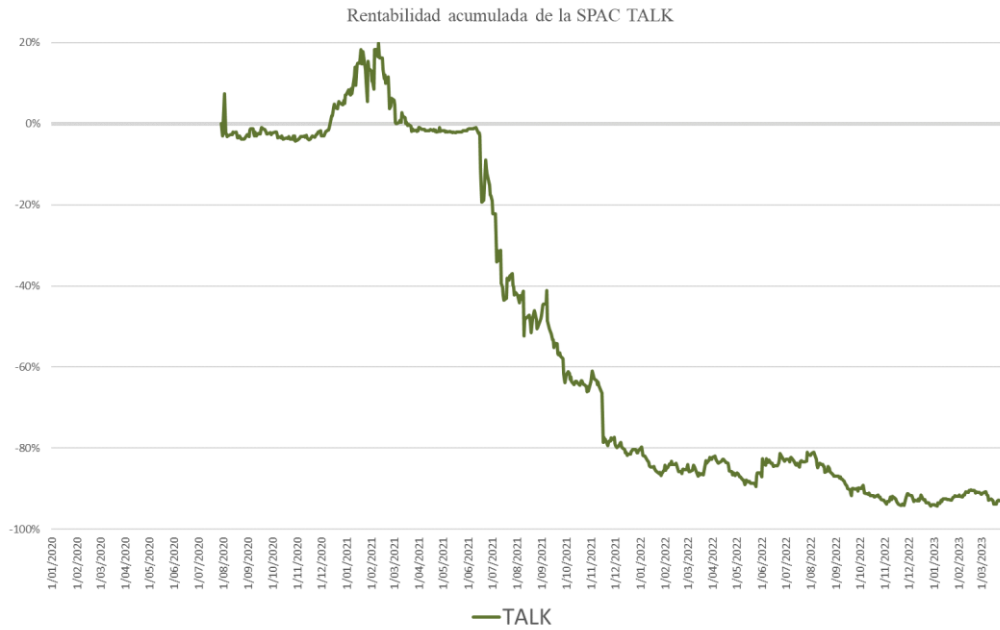
Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023g)

Figura 11. Rentabilidad acumulada de la SPAC FFIE



Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023d)

Figura 12. Rentabilidad acumulada de la SPAC TALK



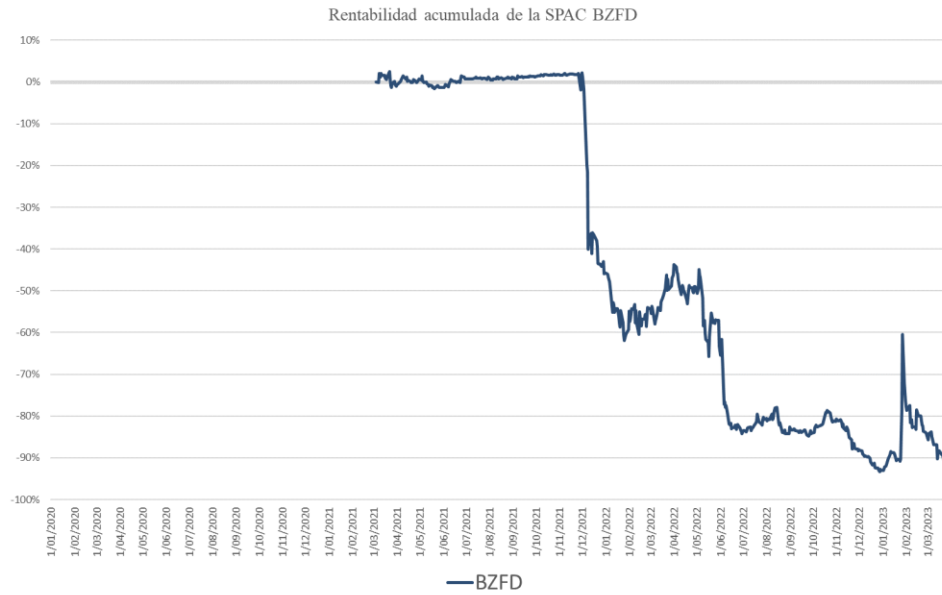
Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023h)

Figura 13. Rentabilidad acumulada de la SPAC APPH



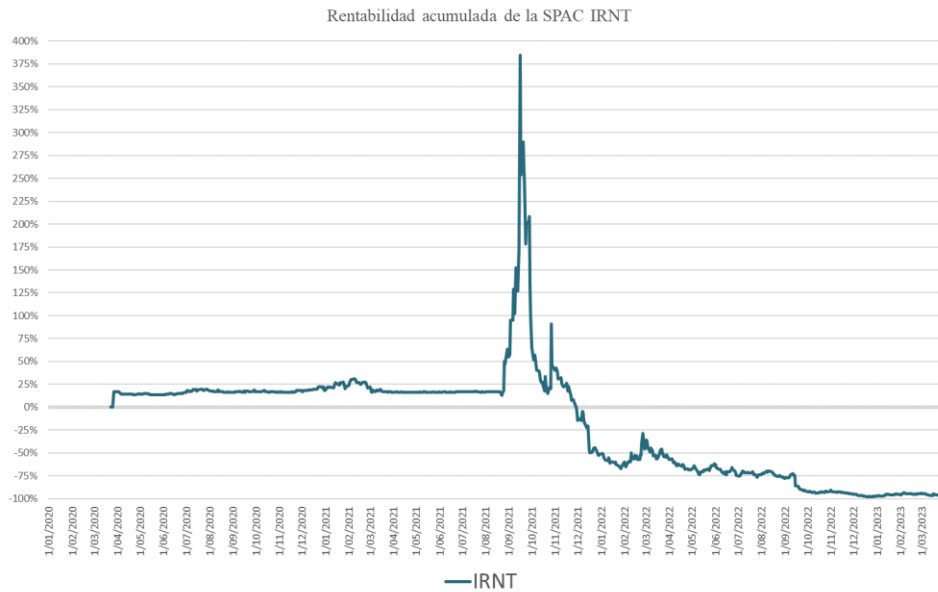
Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023a)

Figura 14. Rentabilidad acumulada de la SPAC BZFD



Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023b)

Figura 15. Rentabilidad acumulada de la SPAC IRNT



Fuente: elaboración propia con base en Bloomberg (2023e)

A continuación, se comenta el comportamiento de cada SPAC.

En el caso de LCID, una SPAC estructurada para invertir en la industria automotriz, en específico en vehículos eléctricos o EV (forma abreviada proveniente de las iniciales de la expresión en inglés *electric vehicle*), se observa cómo su precio se disparó después del anuncio de julio de 2021 relacionado con la consolidación de la fusión como Lucid Group y luego de las declaraciones de su CEO, Peter Rawlinson, en una entrevista para Bloomberg, en el que comunicó el fortalecimiento de su capacidad de producción estaba garantizada por los 4.000 millones de dólares recaudados. Esta capacidad productiva debería ser suficiente para incrementar el número unidades diarias producidas, que pasaría de dos a veinte al finalizar año. En la misma entrevista, el señor Rawlinson, exingeniero de Tesla, aseguró que los impactos causados por la pandemia del covid-19 en la cadena de suministros eran una situación analizada y solucionada. Ante las afirmaciones de la compañía, el precio del mercado reaccionó en sentido positivo y alcanzó más del doble de su valor. Sin embargo, en diciembre del mismo año los presupuestos y los anuncios de la compañía estaban lejos de cumplirse e, incluso, se divulgó información en la que se aseguró que necesitaba una nueva inyección de capital, que la demanda se había sobrestimado y que los suministros seguían inestables. En medios como CNN y Yahoo Finance se anunció una posible investigación de la SEC que, aunque no se llevó a cabo, detonó el 6 de diciembre de 2021 la tendencia a la baja del precio de la acción, situación de la que no ha logrado reponerse hasta casi promediar el año 2023.

En abril de 2020, Draftkings (DKNG) anunció su fusión con Diamong Eagle, una SPAC creada en 2019. Su cofundador y CEO de la nueva compañía fusionada, Jason Robins, declaró que de esa manera se le inyectaban alrededor de USD400 millones de caja a la compañía, gracias a los fondos recaudados durante la estructuración de la SPAC. Las proyecciones de la empresa

mostraban en ese momento una alentadora recuperación después de las restricciones de la pandemia. El valor de su acción sufrió las variaciones propias del mercado, además de reportes negativos, como el efectuado por Hindenburg Research en junio de 2021, que señaló, incluso, el lavado de activos a través de la plataforma. Si bien el valor de la acción aún mantiene niveles similares a los mostrados a inicios de 2020, el incremento que presentó entre mediados de 2020 y agosto de 2021 revertió por completo hasta casi la mitad de 2023. La gran oferta de plataformas de apuestas y las diferentes restricciones a esta industria en Estados Unidos llevaron a que el comportamiento del valor de la acción oscilara entre los 10 y los 20 dólares en el último año, lejos de los niveles máximos de USD70 que tuvo en el inicio de 2021.

SOFI, el nombre corto de Social Finance, es una compañía creada en 2011 y enfocada a atender créditos estudiantiles y que muy pronto pasó a atender las necesidades de inversión, crédito y ahorro del mercado porque se definió a sí misma como un servicio de ventanilla única o *one-stop*. A inicios de 2021 anunció en los medios que se fusionaría con Social Capital Hedosophia Holdings V, una SPAC creado por Chamath Palihapitiya, reconocido por haber ayudado a que Virgin Galactic se hiciera pública también mediante la utilización de una SPAC. En junio de 2021 la fusión era un hecho y llevó a la valoración de SOFI por 8.650 millones de dólares. Sin embargo, un deterioro de más del 70% de su valor durante la totalidad de 2022 obedeció no solo a factores generales de la economía global, como la guerra en Ucrania, la desaceleración de la economía y el incremento paulatino de las tasas de interés, sino también a acciones particulares, como la decisión del presidente Biden en abril de 2022, de extender los plazos de mora para los créditos estudiantiles.

Faraday Future Intelligent Electric, FFIE en su acrónimo de mercado, es otro caso de compañía de la industria automotriz también enfocada a vehículos eléctricos y la fundó en 2014 Jia

Yueting. Tras pasar por períodos de crisis financiera importantes, la empresa se fusionó en 2021 con la SPAC Property Solutions Acquisition Corp, que en sus inicios buscó inversiones en el sector inmobiliario, con lo que FFIE alcanzó una inyección de capital ciertamente necesaria. El precio de la acción fue muy positivo los primeros meses de ese año, lo que mostró la receptividad del mercado ante los vehículos eléctricos; sin embargo, la compañía no tardaría en generar polémica, dado que a finales de 2021 tuvo problemas de reportes y de falsos reportes de demanda de producto para los inversionistas, que incluyeron promesas de valor inexactas y llevaron a un sinnúmero de cambios internos que continúan, se prescindió de su CEO. Esta inestabilidad en el gobierno corporativo contribuyó a que el precio de la acción en 2023 esté por debajo de USD0,5 y a que el mercado esté a la expectativa, según varios medios de comunicación, ante el inicio de la producción de su último modelo vehicular.

Talkspace (TALK) es una compañía fundada en 2012 y dedicada a la atención de la salud mental de manera virtual. En 2020 decidió fusionarse con la SPAC Hudson Executive Investments con el fin de entrar al mercado para buscar fondos para crecimiento y expansión organizacional, argumentos que, de la mano de la pandemia del covid-19, eran cada vez más válidos, pues el aumento en dicho período del número de personas con problemas de salud mental era inminente y casi exponencial; sin embargo, no se contaba con la oferta creciente de compañías importantes que incursionaron en la industria de la terapia en línea, lo que provocó que los resultados de sus estados financieros, si bien no eran totalmente negativos, sí estaban muy por debajo de lo esperado para 2021, lo que condujo en dicho año una reducción considerable del precio de la acción porque cerró a USD1,97. 2022 tampoco fue muy positivo, pues acerca de la empresa se cernían algunos panoramas de incertidumbre para sus inversionistas, a lo que se sumó la partida

de su CEO en noviembre de 2022, que no cesó de prometer resultados positivos y de creer en la recuperación del precio de las acciones.

Para junio de 2020, Appharvest o APPH, compañía dedicada al proceso agrícola de diferentes alimentos en forma sostenible, se fusionó con Novus Capital Corporation. Durante 2020 e inicios de 2021 el precio de la acción tuvo comportamientos bastante positivos puesto que se duplicó y hasta se triplicó su precio de emisión, tendencia que tuvo un giro inesperado en agosto de 2021 tras la emisión de los estados financieros de la compañía, que, según información publicada en el portal Top Class Action, cerró el período con una pérdida neta de más de treinta millones de dólares, que llevó a la primera caída fuerte del precio de la acción (USD8,51), que solo fue el inicio del desastre pues más adelante se divulgaron rumores de que APPH habría brindado información errónea acerca de su capacidad productiva, lo que la convirtió así en un caso de engaño a los inversores, que entablaron los procesos legales necesarios, situación que afectó mucho más el precio, que llegó a USD0,61 por acción.

En junio de 2021 BuzzFeed (BZFD) anunció su fusión con 90 Fifth Avenue Partners, una SPAC que disponía de un capital cercano a USD290 millones para realizar la operación. El valor de la compañía se tasó en USD1.500 millones; sin embargo, en diciembre de 2021, desde el primer día de negociación de la acción después de la fusión, su valor disminuyó y se mantuvo en la misma tendencia durante todo 2022. BuzzFeed, una compañía dedicada a la generación de contenido viral en internet, y con su segmento de negocio Buzzfedd News, atrajo sin duda la atención del público inversionista.

IRNT, siglas para su salida al mercado de Ironnet, es una empresa dedicada a la ciberseguridad fundada en el año 2014 por Keith Alexander que salió al mercado por medio de una fusión con la

compañía SPAC LGL Systems Acquisitions Corp en 2020; sin embargo, esta inversión tuvo credibilidad baja desde el inicio debido, por una parte, a las diferentes SPAC en el mercado que venían presentando pérdidas, lo que le dio algunas pistas al mercado sobre los potenciales resultados de la inversión, y, por otra, a que, según publicaciones de Seeking Alpha en 2021, una parte importante de los inversores tomó la decisión de reembolso ofrecida por las SPAC, como mecanismo de seguridad de la inversión, antes la fusión organizacional. La parte final de 2021 y la totalidad de 2022 fue el período de la mayor caída del precio de la acción, hasta alrededor del 70% de su valor inicial, provocado por la publicación de sus estados financieros, en los que no se evidenciaron las cifras positivas prometidas en las primeras instancias. Incluso hubo un período de más de un año sin generar beneficios, situación que se sumó a las disminuciones de sus ingresos, según informes de Yahoo Finance. Fuera de todo lo anterior, su composición accionaria se enfocó en inversores internos y dos de los tres accionistas mayoritarios eran miembros también de la junta directiva de la compañía, lo que le señaló al mercado acerca de la poca participación en la toma de decisiones que se podría tener como accionista de IRNT, cuyo precio por acción se situó por debajo de los USD 0,30, valor bastante alejado de su precio original y de la expectativa vigente en ese momento; sin embargo, los medios y los inversores trataron de ser optimistas frente a la compañía porque consideraron que su recorrido en el mercado accionario era aún bastante corto.

En términos generales, se observó cómo el comportamiento del precio de las compañías después de la fusión con la SPAC tendió a no sostener su valor, aunque tuvo un incremento inicial muy apalancado en promesas, presupuestos, supuestos y objetivos que después no llegaron a feliz desenlace, lo que condujo a que el mercado castigara el valor de la acción. Dicho comportamiento, no solo en la muestra seleccionada, sino también en los demás ejemplos q

mencionados en el documento, guarda relación directa con las acciones tomadas por los patrocinadores.

Capítulo 6: conclusiones

Las SPAC son vehículos de inversión que ofrecen una alternativa atractiva para las personas interesadas en diversificar sus portafolios y cuyo objetivo sea adquirir o expandir su participación patrimonial en la adquisición de compañías no listadas en el mercado público de valores. Las diversas fuentes de información consultadas, tanto académicas como periodísticas, resaltaron muchos y diversos beneficios con respecto a las tradicionales IPO, tanto para los patrocinadores como para los inversionistas, entre los que se destacan la facilidad para recaudar capitales de manera segura, la simplicidad del proceso de estructuración, los menores requerimientos en cuanto a revelaciones establecidos por la autoridad regulatoria y las garantías en el retorno del aporte accionario por custodia en cuentas fiduciarias, entre otros.

Hay desventajas y riesgos en el uso de los mencionados vehículos, asociados en muchos casos con la incorrecta gestión de los patrocinadores. Si bien a este riesgo lo mitiga en gran medida la garantía del retorno del capital en caso de finalizar la fusión, siguen siendo sus decisiones y sus acciones las que definen el correcto desarrollo de la SPAC hasta la debida diligencia, por lo que los patrocinadores tienen un rol muy importante, incluso de mayor relevancia en el mercadeo en la etapa inicial, puesto que son la reputación, la imagen y la experticia del patrocinador los principales fundamentos de confianza para finalizar en buen término la búsqueda de la empresa objetivo.

Los inversionistas, su entendimiento del sistema bursátil y su propia psicología del dinero cumplen roles de igual importancia, pues, de acuerdo con las lecciones aprendidas en el ascenso, la euforia y el declive del vehículo en los mercados desarrollados, se evidencia cómo algunos sesgos cognitivos modelaron el comportamiento de las SPAC. El autoengaño fue para los autores

del trabajo de grado el principal causante de pérdidas en este tipo de transacciones en el auge estadounidense porque la liquidez desplazó la investigación, la rigurosidad y la disciplina en el proceso de comprender y valorar bien el mercado, los riesgos y el producto en el que dichos grupos invertían. La influencia social fue clave para destinar recursos a vehículos sin prospectos claros y sin un potencial real de generación de valor. El impacto en la salud mental derivado del encierro y de las restricciones propias de una pandemia condujeron a sobreponer en muchos casos las emociones sobre la razón, lo que llevó a potencializar el efecto de rebaño. Estas fricciones impulsaron a los entes reguladores a hacer más rígidas sus reglas con el propósito de proteger a los accionistas por medio del acercamiento de las normas aplicables a las SPAC a las existentes para los IPO, lo que desincentivó la futura adopción de nuevos vehículos.

En Colombia aún no se ha desarrollado la primera SPAC, en gran medida por el ecosistema jurídico normativo existente, que no está diseñado para propiciar la adopción y el desarrollo de este tipo de vehículos disruptivos de mercado puesto que, a diferencia de mercados como el estadounidense y el europeo, a las S. A. S. se les prohíbe emitir valores y son las figuras societarias de mayor idoneidad para su implementación en el país. En años pasados hubo buenas señales en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, en concreto en el proyecto de ley 413 de 2021 (Senado de la República, 2021), que propuso flexibilizar las actuales restricciones de emisión, lo que permitiría la profundización y el mejor desarrollo de este tipo de vehículos de inversión. No obstante, la propuesta se archivó.

La inclusión de nuevas alternativas de inversión es el resultado del trabajo continuo y coordinado de los creadores de mercado y de las autoridades regulatorias, por lo que se debe depurar lo que obedece a problemas idiosincráticos con el fin de configurar normas que beneficien a los diferentes actores del ecosistema de inversión y que, a la vez, protejan los intereses de los

participantes, como la estructuración un régimen excepcional de S. A. S. y las medidas como las propuestas por la SEC para disminuir el problema de agencia, pero sin desincentivar su adopción.

Por último, se deben crear mecanismos de aprendizaje y de inclusión financiera para que el inversionista colombiano no profesional pueda identificar las ventajas y los riesgos del producto, de modo que pueda tomar decisiones con la mayor información disponible, lo que mitigaría la probabilidad de aparición de casos de fraudes como los que hubo en el pasado, tanto por la idiosincrasia propia de querer obtener réditos monetarios tempranos como por la falta de análisis antes de destinar recursos en algún mecanismo de inversión. Es responsabilidad de las instituciones, de los comisionistas de bolsa, de los emisores actuales y de los demás participantes la reconstrucción de la confianza perdida derivada de la quiebra de Interbolsa, de las diferentes estafas inmobiliarias y de los problemas con algunas plataformas de criptomonedas, para solo mencionar algunos.

Referencias

Association for Financial Markets in Europe (AFME) (2022, 30 de marzo). *European SPACs: guide to regulatory obligations*. AFME.

<https://www.afme.eu/publications/reports/details/european-spacs-guide-to-regulatory-obligations>

Baker, M. (2022, 11 de marzo). Spacs: the story since 2020. *Euromoney*.

<https://www.euromoney.com/article/29tjlrk9se5ew991amu4g/capital-markets/spacs-the-story-since-2020>

Bazerman, M., & Patel, P. (2021). SPACs: what you need to know. *Harvard Business Review*, 99(4), 102-111. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=60545>

Bloomberg (2023a). *Cotización APPH*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/APPH:UN/>

Bloomberg (2023b). *Cotización BZFD*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/BZFD:UN/>

Bloomberg (2023c). *Cotización DKNG*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/DKNG:UN/>

Bloomberg (2023d). *Cotización FFIE*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/FFIE:UN/>

Bloomberg (2023e). *Cotización IRNT*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/IRNT:UN/>

Bloomberg (2023f). *Cotización LCID*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/LCID:UN/>

Bloomberg (2023g). *Cotización SOFI*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/SOFI:UN/>

Bloomberg (2023h). *Cotización TALK*. Bloomberg.

<https://www.bloomberglinea.com/quote/TALK:UN/>

Bolsa de Valores de Colombia (BVC) (2023). *Mercado Global Colombiano*. BVC.

<https://www.bvc.com.co/mercado-global-colombiano>

Brown, E., & Foldy, B. (2021, 22 de febrero). Lucid Motors set to go public in SPAC deal that values company at \$24 billion. *Wall Street Journal*. <https://www.wsj.com/articles/lucid-motors-set-to-go-public-in-spac-deal-that-values-company-at-24-billion-11614042170>

Castillo Madriñán, J. M. (2022, 22 de junio). *SPACS en Colombia: un análisis de su aplicabilidad en el país a la luz del régimen jurídico colombiano* [trabajo de grado, Derecho, Universidad de los Andes].

<https://repositorio.uniandes.edu.co/handle/1992/59239>

Cohen, G., & Qadan, M. (2021). The information conveyed in a SPACs offering. *Entropy*, 23(9), 1215. <https://doi.org/10.3390/e23091215>

Congressional Research Service (CRS) (2021, 5 de abril). *SPAC IPO: background and policy issues*. CRS. <https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11655>

- Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., & Saniya Ansa, S. (2022). *The global Findex database 2021: financial inclusion, digital payments, and resilience in the age of Covid-19*. The World Bank. <https://www.worldbank.org/en/publication/globalfindex>
- Donahue, S., Letalie, J., & Soares, B. (2020). Going public through a SPAC: legal considerations for SPAC sponsors and private companies. *Insights. The Corporate & Securities Law Advisor*, 34(11), 28-33. <https://www.morganlewis.com/-/media/files/publication/outside-publication/article/2020/morgan-lewis-insights-spac-article-november-2020.pdf>
- Durante este siglo, más de 100 emisores han salido de la Bolsa de Valores de Colombia (2022, 18 de octubre). *La República*. <https://www.larepublica.co/finanzas/durante-este-siglo-mas-de-100-emisores-han-salido-de-la-bolsa-de-valores-de-colombia-3470254>
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2021, 15 de julio). *Public statement, SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations. ESMA32-384-5209*. ESMA. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf
- Gara, A., Eliza Haverstock, E., & Klebnikov, S. (2020, 19 de noviembre). *How SPACS became Wall Street's money tree*. *Forbes*. <https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2020/11/19/the-looming-spac-meltdown/?sh=41d3154670d7>
- Goldstein, M., & Kelly, K. (2022, 18 de mayo). Melvin Capital, hedge fund torpedoed by the GameStop frenzy, is shutting down. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2022/05/18/business/melvin-capital-gamestop-short.html>

Haniffa, R, Hudaib, M., & Nawaz, T. (2022). The value of social capital for the success of SPAC IPOs. *International Journal of Financial Studies*, 10(2), 31.

<https://doi.org/10.3390/ijfs10020031>

Jackson, A. L. (2023, 18 de marzo). Quantitative easing explained. *Forbes*.

<https://www.forbes.com/advisor/investing/quantitative-easing-qe/>

Katje, C. (2021, 26 de febrero). *5 things you might not know about Churchill Capital's Michael Klein*. yahoo!finance. <https://finance.yahoo.com/news/5-things-might-not-know-202859743.html>

Klebnikov, S., & Gara, A. (2020, 17 de junio). 20-year-old Robinhood customer dies by suicide after seeing a \$730,000 negative balance. *Forbes*.

<https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2020/06/17/20-year-old-robinhood-customer-dies-by-suicide-after-seeing-a-730000-negative-balance/?sh=1d7976791638>

Mascareñas, J. (2021, abril). *Sociedad cotizada con propósito para la adquisición (SPAC)*.

Universidad Complutense de Madrid. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3824785>

Mayer Brown (2022, junio). Discussion of SEC's proposed rules on SPACs, shell companies and projections. <https://www.sec.gov/sbcfac-agenda-050622>

McArthur, E. (2022, 14 de enero). Wall Street Bets picked more losers than winners. *Money Magazine*. <https://www.moneymag.com.au/wall-street-bets-picks-losses>

Molano Camacho, D. (2021). Las compañías con propósito especial de compra o special purpose acquisition companies (SPAC) en Colombia. *Anuario de Derecho Privado*, 3, 237-274.

<http://dx.doi.org/10.15425/2017.515>

Naumovska, I. (2021). The SPAC bubble is about to burst. *Harvard Business Review*, febrero.

<https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst>

Perlberg, H. (2021, 8 de marzo). *'Hey, hey, money maker': inside the \$156 billion SPAC bubble*.

Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/features/2021-03-08/are-spacs-a-good-investment-inside-the-stock-market-s-looming-spac-bubble>

Presidencia de la República (2020). *Decreto 2555, de 15 de julio de 2010, por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones*.

<https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032>

Presidencia de la República (2016). *Decreto 767, de 6 de mayo de 2016, por el cual se modifica el decreto 2555 de 2010 en relación con las excepciones a la definición de oferta pública de valores y la reapertura de emisiones de bonos, y se dictan otras disposiciones*. Presidencia de la República.

<https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/content/conn/ConexionContent/path/Enterprise%20Libraries/Minhacienda/elministerio/NormativaMinhacienda/Decretos/a2016/DECRETO%20767%20DEL%2006%20DE%20MAYO%20DE%202016.pdf>

Presidencia de la República (2020). *Decreto legislativo 817, de 4 de junio de 2020, por el cual se establecen las condiciones especiales para la emisión de valores en el segundo mercado por parte de empresas afectadas en el marco del Estado de Emergencia Económica, Social y Ecológica declarado por el decreto número 637 del 6 de mayo de 2020*.

Presidencia de la República.

http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/decreto_0817_2020.htm

Ropes & Gray (2021, enero). *Special purpose acquisition companies (SPACs): an introduction*.

<https://www.ropesgray.com/en/practices/special-purpose-acquisition-companies>

Sadowsky, J, & Warner, J. (2021, mayo-junio). Unpacking SPACs. *NACD Magazine*.

<https://www.nacdonline.org/insights/magazine/article.cfm?itemnumber=72107>

Salazar Sierra, C. (2022, 6 de abril). Accionistas en la bolsa aumentaron 4,9% en 2021, un

máximo de los últimos 10 años. *La República*.

<https://www.larepublica.co/finanzas/accionistas-en-la-bolsa-aumentaron-4-9-en-2021-un-maximo-de-los-ultimos-10-anos-3338676>

Senado de la República (2021). *Proyecto de ley 413 de 2021, por la cual se dictan normas*

relacionadas con el sistema de pagos, el mercado de capitales y se dictan otras disposiciones. Senado de la República.

<http://leyes.senado.gov.co/proyectos/index.php/proyectos-ley/cuatrenio-2018-2022/2020-2021/article/415-por-la-cual-se-dictan-normas-relacionadas-con-el-sistema-de-pagos-el-mercado-de-capitales-y-se-dictan-otras-disposiciones>

Solórzano Cárdenas, S. (2023, 23 de marzo). Entre 2021 y 2022 las operaciones del mercado

global de la BVC aumentaron 1.226%. *La República*.

<https://www.larepublica.co/finanzas/entre-2021-y-2022-las-operaciones-del-mercado-global-de-la-bvc-aumentaron-1-226-3575168>

Statista (2021). *Distribution of initial public offerings (IPOs) completed on selected exchanges*

worldwide in 2021. Statista. <https://www.statista.com/statistics/1263502/distribution-ipo-number-stock-exchanges-global/>

Statista (2023, 15 de mayo). *Number of special purpose acquisition company (SPAC) IPOs in the United States from 2003 to May 2023*. Statista.

<https://www.statista.com/statistics/1178249/spac-ipo-usa/>

Suárez, N. (2023, 7 de febrero). La economía del like: a la mayoría de personas en Colombia les interesaría ser “influencers”. *El Colombiano*.

<https://www.elcolombiano.com/tecnologia/las-carreras-mas-buscadas-en-colombia-influenciadores-MH20279984>

Superintendencia Financiera de Colombia (2021, agosto). Parte III. Mercado desintermediado.

<https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/normativa/normativa-general/circular-basica-juridica-ce---/parte-iii-mercado-desintermediado-10083481>

U. S. Securities and Exchange Commission (SEC) (2021, 10 de marzo). *Celebrity involvement with SPACs-Investor alert*. SEC. <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-alerts/celebrity>

U. S. Securities and Exchange Commission (SEC) (2022, 22 de marzo). *Memorandum to File Nos. S7-13-22, S7-17-22, S7-10-22*. SEC. <https://www.sec.gov/comments/s7-10-22/s71022-20161204-330031.pdf>