



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO



FACULTAD DE DERECHO

**“LAS SPAC COMO INSTRUMENTO DE INVERSIÓN
EN EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO”**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN DERECHO**

P R E S E N T A

JUAN DAVID MINA ROBLES

ASESORA: DRA. MARGARITA PALOMINO GUERRERO

CIUDAD DE MÉXICO, JUNIO 2023



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

Cd. Universitaria, Cd. Mx., a 28 de junio de 2023

M. en C. IVONNE RAMÍREZ WENCE
DIRECTORA GENERAL DE ADMINISTRACIÓN ESCOLAR DE LA
FACULTAD DE DERECHO DE LA UNAM.
P R E S E N T E.

Por este conducto, me permito comunicar a usted, que el alumno **MINA ROBLES JUAN DAVID** con número de cuenta **417052793**, bajo la supervisión de este Seminario, elaboró la tesis titulada "**LAS SPAC COMO INSTRUMENTO DE INVERSIÓN EN EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO**", bajo la asesoría de la que **SUSCRIBE**.

Con fundamento en los artículos 8° fracción V del Reglamento de Seminarios, 19 y 20 del Reglamento General de Exámenes de la Universidad Nacional Autónoma de México, por haberse realizado conforme a las exigencias correspondientes, se aprueba la nombrada tesis, que además de las opiniones que cita, contiene las que son de exclusiva responsabilidad de su autor. En consecuencia, se autoriza su presentación al Jurado respectivo.

"El interesado deberá iniciar el trámite para su titulación dentro de los seis meses siguientes (contados de día a día) a aquél en que le sea entregado el presente oficio, en el entendido de que transcurrido dicho lapso sin haberlo hecho, caducará la autorización que ahora se le concede para someter su tesis a examen profesional, misma autorización que no podrá otorgarse nuevamente, sino en el caso de que el trabajo recepcional conserve su actualidad y siempre que la oportuna iniciación del trámite para la celebración del examen haya sido impedida por circunstancia grave, todo lo cual calificará la Secretaría General de la Facultad".

Atentamente
"POR MI RAZA HABLARÁ EL ESPÍRITU"
Directora.

FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIOS

DRA. MARGARITA PALOMINO GUERRERO.

AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecerles a mis hijos **Juan José** y **Carlos David** por ser mi motor de vida, mi inspiración a ser una mejor persona no solo con y para ellos, sino para todas aquellas personas y en todas aquellas circunstancias de la vida, que se me presentan día con día y que me han llevado a encontrar la felicidad y aprender a valorar lo que he construido en mis 37 años de vida.

Quiero agradecer a **María José**, mi novia, que me enseñó a que la vida es solo una y que siempre va a valer la pena luchar por lo que queremos sin importar lo que haya alrededor. Gracias por estar conmigo en los momentos más difíciles de mi vida y ayudarme a mantenerme a flote cuando todo se veía perdido.

A mis padres **Juan Andrés Mina Fernández** y **María Trinidad Robles González**, y a mi hermana **María Trinidad Mina Robles**, que lo son todo para mí, y que son la fuente y la base de lo que soy ahora como persona. Los primeros me inculcaron los valores que hoy llevo como estandarte en todo lo que digo y hago, gracias, de verdad, porque sé que ahí están, de manera incondicional, pase lo que pase. A mi hermana, que es el pilar de mi vida.

Agradecerles a todos aquellos que en el camino de la vida me han ayudado tanto en el plano personal como en el plano profesional. Ya son 17 años de experiencia profesional y cuando miro atrás no puedo hacer otra cosa más que sonreír y levantar la cara con mucho orgullo porque no es poco lo que he logrado y sin el apoyo de todos aquellos que estuvieron en mi camino no estaría donde hoy estoy. Agradecimiento especial a **Alejandro Santoyo** que, de muchas formas, me ayudó, no solo a ser quien soy hoy como profesional, sino al simple hecho de

poder escribir las líneas de mi tesis que no son más que una prueba de lo retadora, dinámica, especial, excitante e inspiradora que ha sido mi vida como profesionista.

Por último, pero no menos importante, le agradezco de manera muy especial a la **Doctora Margarita Palomino Guerrero** por su tiempo, que es solo uno y que no solo no puedo dejar de hacer cita de éste en mi trabajo de tesis, sino que resalto con todas las letras mis agradecimientos. Gracias por su empatía y paciencia, ha significado mucho para mí.

* * * * *

ÍNDICE

1.	LAS EMPRESAS DE ADQUISICIÓN DE PROPÓSITO ESPECIAL.....	11
	1.1 Origen.....	11
	1.2 Generalidades	21
	1.3 Estructura Típica.....	25
	1.3.1 Empresa objetivo.....	26
	1.3.2 Sponsors	27
	1.3.3 Inversionistas.....	30
	1.4 La Combinación Inicial de Negocios	31
	1.5 Ventajas y Desventajas.....	35
	1.5.1 Ventajas.....	35
	1.5.2 Desventajas	39
2.	SPAC EN MÉXICO; OPERACIÓN Y REGISTRO	43
	2.1 Marco regulatorio aplicable	43
	2.2 Las resoluciones de accionistas.....	44
	2.3 Oferta pública de acciones.....	45
	2.4 El respaldo de la inversión a través de unidades	46
	2.5 Vista Oil & Gas, estudio de caso.....	47
	2.6 Promecap Acquisition Company, estudio de caso	49
3.	CONSIDERACIONES FISCALES APLICABLES A LAS SPAC.....	52
	3.1 El tratamiento fiscal, en impuestos federales.....	52
	3.2 Efectos fiscales en la oferta pública de acciones	54
	3.2.1 Para el Impuesto sobre la Renta	54
	3.2.2 En el Impuesto al Valor Agregado	78
	3.3 Efectos Fiscales en la Combinación Inicial de Negocios.....	80
	3.3.1 Para el Impuesto sobre la Renta	81
	3.3.2 En el Impuesto al Valor Agregado	95
	CONCLUSIONES	96
	BIBLIOGRAFÍA.....	101

INTRODUCCIÓN

El sistema financiero en general, y los mercados bursátiles en particular, siempre están en constante evolución, lo que hace que los distintos actores del sistema financiero estén activamente buscando alternativas a los mecanismos habituales existentes para el levantamiento de capital como es la típica oferta pública de acciones.

Dado el dinamismo del sistema financiero, es importante que los gobiernos estén de igual manera activos en la creación de un marco regulatorio que facilite el intercambio de bienes y servicios, pero que a la vez dote de certeza y seguridad jurídica a los participantes, de manera significativa a los inversionistas del mercado financiero.

No se niega que la evolución del sistema financiero sea un síntoma positivo y que a través de su constante evolución y el hecho de incrementar las opciones para el intercambio de bienes y servicios traigan beneficios inherentes a las economías globales, no obstante, reiteramos, si no hay una regulación clara se puede caer en abusos y excesos que, en lugar de beneficiar a las economías se afecta de manera negativa a éstas y un ejemplo muy claro es la crisis financiera del 2008 que, precisamente, se suscitó por la creación de títulos respaldados no solo por activos sino por pasivos de los deudores hipotecarios creando una burbuja sin igual que nos llevó al resultado que ya hoy todos conocemos.

Las *Special Purpose Acquisition Companies* o SPAC (por sus siglas en inglés) surgen como resultado de un constante proceso de búsqueda de alternativas y muy en específico, para llevar al mercado bursátil y convertir en públicas a empresas privadas que, por alguna u otra razón, encontraron o encontrarían dificultades durante el proceso típico de una oferta pública de acciones.

En este orden de ideas, planteamos el siguiente problema:

¿Cuál es el marco regulatorio, legal y fiscal de las SPAC en México y los retos hacia adelante?

Las SPAC, como se verá más adelante han surgido como una alternativa para inversionistas y empresas con necesidades de capital, y algunas SPAC han probado ser un éxito, mientras que otras han sido un fracaso rotundo.

En este sentido, nos planteamos la siguiente hipótesis bajo la cual desarrollamos la presente investigación, a saber:

Dado que en el mercado bursátil mexicano solamente operan dos SPAC y no hay un marco regulatorio y fiscal específico, entonces sus operaciones pueden generar un riesgo para los inversionistas.

Conforme a lo anterior, el objetivo del presente trabajo es comprender las particularidades y la complejidad detrás del nacimiento y la estructura de una SPAC lo cual se desarrolla a detalle en el primer capítulo, para después pasar al análisis del marco regulatorio de las SPAC en México que, desafortunadamente, se queda muy corto en comparación con la regulación e historia que tienen las SPAC en los Estados Unidos y que desarrollamos ampliamente en el primer capítulo.

El segundo capítulo también nos presenta una pincelada de los dos casos de SPAC en México los cuales actualmente cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y cuya estructura es muy similar entre sí, y que como se verá, adoptan casi todas las características de las SPAC en los Estados Unidos.

Concluimos el presente trabajo con una amplia descripción de los efectos fiscales detrás de la creación de una SPAC en México y levantamos la voz en aras de buscar una regulación que permita la proliferación de estos vehículos y la generación de reglas claras para todos los participantes en beneficio del mercado financiero mexicano.

Entrados en el tema, hay que hacernos la siguiente pregunta: ¿qué es realmente una SPAC? Este término puede resultar desconocido o extraño para muchas personas ya que, a pesar de ser un vehículo que ha estado en el mercado por muchos años, su popularidad alcanzó el punto máximo hace apenas un par de años, en particular, entre 2019 y 2022.

Per se, una SPAC es una compañía de reciente creación, que no tiene actividad alguna y cuyo único objetivo es el de levantar capital en el mercado bursátil para efectos de posteriormente adquirir una sociedad cuyo capital es propiedad de inversionistas privados. Esta característica es lo que las hace que se les conozca comúnmente como “sociedades de cheques en blanco”.

Según distintos autores¹, una SPAC se suele definir como una compañía cascarón, o una compañía “cheque en blanco”, que no tiene actividad operativa, cuenta con activos mínimos y se crea con el fin específico de lanzar una oferta pública inicial, para luego utilizar los recursos captados con el fin de adquirir otra empresa aún no identificada, conocida como empresa objetivo dentro de un período de tiempo específico.

Las SPAC, desde el punto de vista financiero, constituyen un instrumento bastante disruptivo dentro de la industria financiera ya que el inversionista no asigna su dinero a un activo específico o a una sociedad perteneciente a un sector de la economía en particular, sino que simplemente confía su inversión a un grupo de personas con perfiles particulares, específicos en el mundo de los negocios y con un “*track record*” que hable por sí solo quienes en un momento dado (y acordado) deberán presentar al grupo de inversionistas que decidieron participar en la oferta pública inicial una oportunidad de negocios atractiva.

Resulta por de más curioso que las SPAC hayan adquirido la popularidad que hoy las precede últimos cinco años cuando el origen de éstas data de los años noventa. En aquel entonces un grupo de banqueros de inversión (como no podría ser la excepción) tomando como base figuras similares, impulsaron la creación de las SPAC hasta obtener las autorizaciones necesarias para la proliferación de éstas en un entorno lo más seguro posible para los distintos jugadores tal como se verá más adelante.

¹ Hale, Lola Miranda. (2007). SPAC: A Financing Tool with Something for everyone. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 18(2), 67-74. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/jcaf.20278>

Las SPAC han causado una irrupción sin precedentes en el mercado bursátil logrando en los últimos años una participación significativamente mayor a la de oferta públicas tradicionales en países como los Estados Unidos.

En México, actualmente solo hay dos SPAC cotizando ambas en la Bolsa Mexicana de Valores y hasta el día de hoy no existe un marco regulatorio específico para la creación de estos vehículos, sino que, como veremos más adelante, las SPAC fueron creadas al amparo de las disposiciones aplicables a cualquier otra oferta pública de acciones que se lleva a cabo en México al amparo de la Ley del Mercado de Valores².

No obstante que en México únicamente haya dos SPAC cotizando entre el gran público inversionistas, es cierto que existe un apetito especial por parte de los sponsors por grupos de empresas constituidas no solo en México sino en la región de Latinoamérica en general.

También es cierto que, aunque no coticen en los mercados bursátiles locales, ha habido al menos un par de SPAC adicionales que han realizado su combinación inicial de negocios con sociedades ubicadas en México, tal es el caso de las SPAC lideradas por exdirectivos de Goldman Sachs en México³.

Ahora bien, en relación con la materia que nos compete que es la materia del derecho fiscal, al igual que como sucede en materia financiera, a pesar de la proliferación de estos vehículos y las ventajas que traen consigo, se observa una clara desatención a las múltiples y significativas consideraciones fiscales que derivan al momento de llevar a cabo una SPAC lo cual desinhibe la creación de estos vehículos que, desde nuestro punto de vista, representan una alternativa más que atractiva para el mercado mexicano considerando que mayor parte de empresas mexicanas son empresas familiares de tamaño medio, pero con un potencial de crecimiento inmenso.

² <https://www.bmv.com.mx/es/emisoras/perfil/GAV-34648>
<https://www.bmv.com.mx/es/emisoras/perfil/-32700>

³https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1828957/000182912620000312/dd3acqcorprii_424b4.htm

Mediante el presente trabajo se busca dar un panorama más amplio de la evolución y el desarrollo de las SPAC, principalmente en los Estados Unidos, y se profundiza en los principales términos financieros a fin de entender los aspectos técnicos detrás de una SPAC.

La tesis estará enfocada al mercado estadounidense por lo que hace a la descripción de las generalidades de las SPAC considerando que este país es el precursor y el máximo exponente de esta figura y de donde básicamente deriva toda la literatura que existe sobre las SPAC. Se analizarán los principales conceptos relativos al tema, la estructura de las SPAC, los incentivos para las diversas partes involucradas, y aspectos relativos a las operaciones de fusión que son el punto culminante de las SPAC.

Una vez definido el marco teórico de las SPAC conforme a la legislación aplicable a los Estados Unidos de América, se analizaría el marco teórico en México y se expondrán los casos de las dos SPAC que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

Finalmente, se analizarán las múltiples implicaciones fiscales que existen y que deben tenerse muy presentes en caso de pretender levantar una SPAC en México y que sirven como una crítica a la falta de disposiciones claras que permitan la proliferación de estas sociedades en México que, insisto, pueden representar una opción más que atractiva para los empresarios mexicanos que muchas veces encuentran un sinnúmero de dificultades prácticas, operativas y económicas al momento de querer llevar a cabo una oferta pública de acciones en el muy castigado mercado bursátil mexicano.

* * * * *

1. LAS EMPRESAS DE ADQUISICIÓN DE PROPÓSITO ESPECIAL

1.1 ORIGEN

Los orígenes de las Empresas de Adquisición de Propósito Especial (SPAC por sus siglas en inglés) se remontan a las compañías cheques en blanco como vehículo de inversión⁴.

Es en Inglaterra donde se comenzó a referir a las compañías de cheques en blanco como *blind pools* que eran fondos ciegos (como el nombre lo indica) donde los inversionistas no sabían que se hacía con el dinero generando una burbuja especulativa respecto de las acciones de la Compañía de los Mares del Sur (South Sea Company). Estos fondos ciegos evolucionaron a la figura de los llamados “fondos de inversión”.

Esta era una compañía de comercio internacional que tenía el monopolio del comercio británico con las colonias españolas de Sudamérica y las Indias Occidentales.

A cambio del monopolio sobre estos derechos comerciales exclusivos, la Compañía de los Mares del Sur asumió toda la deuda británica sobre los costos de participación del país. Dado que el comercio directo con las colonias españolas estaba muy restringido, la Compañía era la única oportunidad de inversión para muchos inversionistas.

Después de varios años de explotar el monopolio del comercio, las acciones de la Compañía de los Mares del Sur habían multiplicado su valor de forma

⁴ Shachmurove, Yochanan.; Vulcanovic, Milos (2017). SPAC IPOs https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2898102

exponencial, debido principalmente al apalancamiento y a la captación de recursos de forma descontrolada⁵.

Al no poder generar los resultados esperados, se generó una burbuja que terminó colapsando y se destaparon fraudes en la gestión de la Compañía producto de la desregulación con la que se manejó la Compañía y el desconocimiento por parte de los inversionistas del negocio de la misma ante la falta de transparencia en cuanto a sus operaciones.

En la historia reciente, el concepto de pools ciegos y fondos de inversión evolucionó en la forma de compañías de cheques en blanco, recibiendo especial atención en los mercados financieros de los Estados Unidos durante los años 80 y 90. Los principales emisores en ese momento eran promotores de “penny stocks” cuyas acciones cotizaban en mercados over the counter con divulgaciones de información limitadas.

Los autores⁶ hacen una descripción pormenorizada de los comportamientos que tuvieron las empresas cheque en blanco en la década de los 80, así como aquellas referidas como “penny stocks”. Estos se refieren a la década de los 80 como una década donde los mercados financieros de los Estados Unidos tuvieron un crecimiento exponencial. Desafortunadamente, no todo el crecimiento se dio de manera orgánica y positiva, ya que también aumentaron los fraudes, mismos que al final de la década terminaron aumentando en un porcentaje igualmente exponencial.

Para 1989, los reclamos por fraude con activos habían aumentado en más de un 260% respecto al inicio de la década. Mientras estos fraudes fueron creciendo, el poder de la SEC (Securities and Exchange Commission) para controlar y regular el mercado no fue acompañando ese crecimiento, resultando en un ente impotente sobrepasado por el mercado.

⁵ <https://www.bbva.com/es/burbujas-historicas-tulipanes-los-mares-del-sur/>

⁶ Riemer, Daniel S. (2007). Special purpose acquisition companies: SPAC and SPAN, or blank check redux. Wash. UL Rev., 85, 931. https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview

A fines de la década de los 80 ya se consideraba a las estafas con “penny stocks” la principal amenaza de fraude y estafa para los pequeños inversionistas de los Estados Unidos volviéndose un problema de especial atención para el gobierno de dicho país.

Las empresas cheque en blanco cotizaban en el mercado de acciones de baja capitalización aplicable para las empresas emisoras de “penny stocks”, que era un mercado extrabursátil, menos transparente⁷. Por ende, los emisores de estas acciones no cumplían con requerimientos de transparencia estándar y tampoco estaban sujetos a cumplir requisitos básicos para la cotización de dichas acciones.

Estas características hicieron del mercado de acciones de baja capitalización el escenario perfecto para que las empresas cheque en blanco terminaran con conductas fraudulentas.

En las audiencias llevadas a cabo en el proceso de redacción de la Ley “Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act” (PSRA) de 1990, el Abogado de Distrito del Estado de Utah argumentaba que no encontraban evidencia alguna de que las ofertas de las compañías cheque en blanco generaran algún beneficio para la economía estadounidense o para la formación de capital⁸. En consecuencia, la Ley PSRA surgió como una reacción a los fraudes y daños causados por las empresas cheque en blanco y las empresas emisoras de “penny stocks”.

No obstante lo anterior, las ofertas de compañías cheques en blanco continuaron llevándose a cabo siempre que se tratara de transacciones comerciales legítimas lo cual quedó plasmado de manera expresa en la Ley PSRA.

⁷ D’Alvia, Daniele. (2020). The international financial regulation of SPACs between legal standardized regulation and standardization of market practices. *Journal of Banking Regulation*, 21(2), 107-124. <https://link.springer.com/article/10.1057/s41261-019-00100-5>

⁸ Heyman, Derek K. (2007). From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation. *Entrepreneurial Business Law Journal* Vol. 2, 531 <https://core.ac.uk/download/pdf/159610375.pdf>

Las conclusiones principales a las que llegó el Congreso de los Estados Unidos al redactar la PSRA, extraídas del propio cuerpo de la Ley, fueron las siguientes⁹:

<p><i>“(1) El mantenimiento de mercados primarios y secundarios saludables y honestos para la negociación de valores, es esencial para mejorar la formación de capital a largo plazo y el crecimiento económico, y para proporcionar oportunidades de inversión legítimas para las personas e instituciones.</i></p> <p><i>(2) Proteger a los inversionistas en nuevos valores es un componente crítico en el mantenimiento de un mercado honesto y saludable para dichos valores.</i></p> <p><i>(3) Proteger a los emisores de nuevos valores y promover el proceso de formación de capital en representación de las pequeñas empresas son preocupaciones fundamentales para mantener una economía fuerte y mercados de capitales viables.</i></p> <p><i>(4) Las prácticas de mercado y participantes del mercado sin escrúpulos han invadido el mercado</i></p>	<p>Estas declaraciones hechas por el Congreso de los Estados Unidos marcan un punto de inflexión de cara a la proliferación de las SPAC estableciendo un nuevo orden en el mercado y dejando clara su postura ante la existencia de potenciales fraudes y manipulaciones en el mercado financiero.</p>
---	--

⁹ <https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>

de "penny stocks" con una abrumadora cantidad de fraudes y abusos.

(5) Aunque la SEC, demás reguladores del Estado y mercados autorregulados han hecho esfuerzos para frenar estas prácticas abusivas y dañinas, el mercado de "penny stocks" aún carece de una adecuada y suficiente estructura regulatoria, particularmente en comparación con la estructura para monitorear la negociación de valores del National Market System (NMS).

(6) Los inversionistas en el mercado bursátil de "penny stocks" sufren de una seria falta de información adecuada sobre el precio y el volumen de transacciones de estas acciones, la naturaleza de este mercado y los valores específicos en los que están invirtiendo.

(7) Las prácticas actuales no regulan adecuadamente el papel de "promotores" y "consultores" en el mercado de "penny stocks", y muchos profesionales que han sido excluidos de los mercados de valores han terminado en roles de promotores y consultores,

<p><i>contribuyendo sustancialmente a esquemas fraudulentos y abusivos.</i></p> <p><i>(8) El entorno regulatorio actual ha permitido el aumento del uso de prácticas de mercado particulares, tales como "fusiones inversas" con corporaciones ficticias y emisiones de compañías "cheque en blanco", que se utilizan para facilitar esquemas de manipulación y perjudicar a los inversores."</i></p>	
---	--

Por lo que hace a las "penny stocks" que siempre habían mantenido una relación estrecha con las compañías de cheque en blanco, se introdujo por primera vez una definición para éstas. En particular, la emisión de "penny stocks" estaría limitada a aquellas empresas cuyo valor de activos tangibles netos no excediera de USD\$5,000,000.

Además, la Ley PSRA modificó entre otras cosas, la sección 7 de la Ley de Valores de 1933 de los Estados Unidos, autorizando a la SEC a promulgar diferentes reglas para imponer restricciones y regímenes de divulgación de información a las compañías cheque en blanco.

La SEC actuó en consecuencia a la exposición de motivos presentada por el Congreso en el marco de la promulgación de la Ley PSRA e introdujo la "Rule 419-a" ("Regla 419"), la cual estableció regulaciones para las compañías cheque en blanco y para las "penny stocks".

Mediante la Regla 419 se establecieron los límites para las ofertas de las compañías cheque en blanco y obligó a los sponsors a mantener al menos el 90% de los recursos captados de los inversionistas en cuentas escrow, establecidas para

fines específicos y mantenidas en una institución de depósito, hasta en tanto se consumara la adquisición respectiva¹⁰.

Otro aspecto que se incorporó, y que resulta muy relevante de cara al funcionamiento actual de las SPAC, es el derecho de los inversionistas de demandar la rescisión de su participación accionaria y por tanto el reembolso de capital aportado por éstos al momento de votar por un posible acuerdo de adquisición.

Asimismo, la Regla 419 fijó un período máximo de 18 meses para que la empresa cheque en blanco pudiera completar una adquisición, con la obligación de que, en caso de no completar la adquisición, se restituyeran los recursos aportados por los inversionistas al final de dicho periodo de 18 meses¹¹.

A todas luces, esta nueva regulación al amparo de la Regla 419 trajo un orden al mercado y marcó la pauta para el desarrollo de las SPAC.

En línea con lo dispuesto por la Ley PSRA, la Regla 419 dotó a las compañías cheque en blanco y a las “penny stocks” de una definición formal. En relación con las compañías cheque en blanco se determinó, en primera instancia, que fueran empresas en etapa de desarrollo sin plan de negocios específico, o bien, con el plan de participar en una fusión o adquisición con una empresa aún no identificada, y, en segunda instancia, que emitieran “penny stocks”

Sobre el particular, es importante señalar que la definición de penny stocks prevista en la Ley PSRA establecía limitantes con el relativo al valor de los activos tangibles en cantidad de USD\$5,000,000, por lo que las compañías cheque en blanco que excedían de dichos montos son las que hoy en día conocemos como las SPAC.

Como se desprende de lo anterior, si bien las SPAC no estaban propiamente sujetas a la Regla 419, no se debe perder de vista que las SPAC absorben muchas

¹⁰ Shachmurove, Yochanan.; Vulcanovic, Milos (2017). SPAC IPOs https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2898102

¹¹ <https://www.aigbelaw.com/securitiesinvestinglawblog/2021/7/26/rule-419-amp-spac-transactions>

de las reglas aplicables a las empresas cheque en blanco en términos de la Regla 419 para efectos de dotar a los inversionistas con un mayor sustento y certeza jurídica¹².

Ahora, si bien es cierto que las SPAC adoptan unas cuantas disposiciones previstas en la Regla 419, también lo es que hay otras cuantas disposiciones que no son adoptadas por las SPAC como lo es aquella que restringe la operación, previo a llevar a cabo la adquisición de la empresa objetivo. Sobre el particular, cabe señalar que las SPAC no encuentran restricción alguna para negociar el valor de sus unidades a partir de la fecha en que se colocan sus acciones en la bolsa.

El resultado de la implementación de la Ley PSRA y la Regla 419 se vio claramente en el número de compañías cheque en blanco que salieron a la bolsa, lo cual se traduce en una reducción en el número de potenciales fraudes a los inversionistas ya que los sponsors contaban con reglas más claras y con restricciones muy puntuales.

Se reconoce en la figura de David Nussbaum al principal precursor de las SPAC ya que él fue la primera persona en aprovechar la oportunidad derivada de los cambios que se dieron en el marco regulatorio con motivo de la entrada en vigor de la Ley PSRA y la Regla 419, que en conjunto con el entorno económico a comienzos de la década de los 90 le dieron forma a las SPAC.

Propiamente, lo que David Nussbaum hizo fue crear las SPAC prácticamente como hoy se conocen: **como una oferta híbrida entre las ofertas públicas de acciones comunes y las ofertas de empresas cheque en blanco**¹³.

¹² Sjoström Jr., William K. (2007). The truth about reverse mergers. *Entrepreneurial Business Law Journal* Vol. 2, 743.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=478069124110090029101030016005008092030042006012089031090112089070105025104019083087043038022017031001018001099012009079004064110010017028007093094100080126115126058030010087003005096106121029076089075086073003006065064024087098067066081098113007003&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

¹³ Riemer, Daniel S. (2007). Special purpose acquisition companies: SPAC and SPAN, or blank check redux. *Wash. UL Rev.*, 85, 931.
https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview

Por un lado, las ofertas al amparo de las SPAC estaban exentas de la Regla 419 porque el ofertante contaba con más de USD\$5,000,000 en activos y por tanto sus acciones no calificaban como “penny stocks”, y por el otro lado, las ofertas de estas SPAC adoptaron de manera voluntaria, tal como se señaló párrafos arriba, todas las restricciones de la Regla 419 vía acuerdos contractuales.

Como veremos en el siguiente capítulo, esta adopción voluntaria de las disposiciones previstas por la Regla 419 fueron la base de las Resoluciones de Accionistas preparadas por las SPAC que existen en la actualidad en el mercado financiero mexicano.

Todas las ofertas de acciones de las SPAC que siguieron la nueva regulación fueron llevadas a cabo en mercados “over the counter”, sin embargo, años más tarde (2005) comenzarían a llevarse a cabo, primero en el American Stock Exchange (“AMEX”) y años más tarde (2008), en el Nasdaq y en el New York Stock Exchange (“NYSE”)14.

El crecimiento de las SPAC en los años posteriores fue espectacular. En el año 2004, 12 SPAC hicieron su oferta pública, en 2005, fueron 28 SPAC, en el año de 2006 fueron 37 las SPAC que salieron a bolsa y en el año de 2007 fueron 65 las SPAC. De representar el 5,2% de todas las emisiones en 2004, las SPAC alcanzaron el 26,6% de todas las ofertas públicas realizadas en 2007, recaudando en promedio USD\$100,000,000 por SPAC15.

Hasta el año 2005, AMEX había restringido el registro de las SPAC, pero esto cambió a partir de la mitad del año cuando AMEX aprobó el listado de estas sociedades con la única restricción de que el monto mínimo de capital de las SPAC debería ser de USD\$50,000,000.

¹⁴ Murray, James S. (2014). The regulation and pricing of special purpose acquisition corporation IPOS.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=778127031007075084003089120021090026052002093065027039103117106064007071092109072068110106060011059022008024091078105092110089122019094003010003025118122092124120059075028105098108010023080126116123083116005109096075126127122116068111096123009017008&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

¹⁵ https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview

Esto representó un gran avance para las SPAC ya que la aprobación por parte de AMEX significaba mayor visibilidad para esta figura al estar listadas en un mercado bursátil federal.

Tres años más tarde, en 2008, el Nasdaq y el NYSE¹⁶ deciden adoptar a las SPAC en sus mercados bajo diversas condiciones, tales como: (i) que las SPAC mantuvieran al menos el 90% de los recursos captados en una cuenta de escrow a través de un fideicomiso; (ii) que la combinación inicial de negocios se completara dentro de los 36 meses de salir a bolsa; (iii) que la SPAC tuvieran un valor de al menos el 80% de los montos depositados en la cuenta de escrow; y (iv) que la combinación inicial de negocios fuera aprobada por los inversionistas y el consejo de administración de las SPAC.

Adoptadas las SPAC en los mercados financieros más importantes de los Estados Unidos definitivamente significó un cambio de paradigmas y una implosión sin igual para estos vehículos al ser reconocidos como una nueva clase de activo, con mayor certeza jurídica y con reglas mucho más claras. No obstante, precisamente en el año 2008 es cuando sucede la mayor crisis financiera que azotara al mundo lo cual generaría un derrumbe en los mercados de capitales y afectando de manera particular a las SPAC.

En los años venideros saldrían disposiciones diversas buscando regular situaciones particulares que los entes regulatorios en los Estados Unidos venían observando y, poco a poco, fueron saliendo más SPAC a la bolsa, pero con mucha mayor cautela derivado de la crisis financiera recién sufrida.

En particular, en el año 2017 el NYSE solicitó modificar las reglas para la cotización de las SPAC con el objetivo de asemejar los estándares de listado a los dispuestos por Nasdaq y AMEX. Una vez alineados completamente los estándares

¹⁶ Hasta 2008, las reglas para el listado de acciones habían requerido que las empresas a listar tuvieran actividad operativa o estuvieran generando ingresos en los años previos a listarse. Sin embargo, en marzo de 2008, el NYSE propuso modificar sus reglas de cotización para permitir la cotización de las SPAC. En particular, el NYSE creó la provisión 102.6 dentro de su Listing Company Manual (Manual para el Listado de Compañías), en el cual permitió a las SPAC listarse por primera vez en el mercado.

para la colocación de las SPAC en el mercado financiero se generó un profundo interés por parte de los diversos actores llevando al NYSE a ser el mayor mercado en emisiones de las SPAC¹⁷.

1.2 GENERALIDADES

Desde su concepción, las SPAC fueron creadas para enlazar a empresas con inversionistas dispuestos a mover su capital bajo un nivel de riesgo aceptable, pero con el beneficio de contar con un rendimiento mayor al de cualquier otro activo.

Una de las características principales de las SPAC es su flexibilidad, ya que por su propia estructura recae una menor exigencia de cara a llevar a cabo una oferta pública de acciones, lo cual hace que el proceso sea mucho más rápido que un proceso de oferta tradicional. Todo esto sin la necesidad de presentar proyecciones financieras, muestras de rentabilidad y demás variables financieras que son estrictamente necesarias para cualquier otra empresa distinta a una SPAC que pretendiera hacer una oferta pública de sus acciones y con el derecho de los inversionistas de retirar su capital en caso de que la SPAC no concrete la combinación inicial de negocios, o bien, por voluntad propia.

Como se ha advertido, las SPAC están pensadas como empresas cascarón formadas de manera específica para adquirir una o más empresas en marcha durante un período de tiempo que generalmente es de dos años. Los recursos captados en la oferta pública son depositados e invertidos en activos libres de riesgo a través de una cuenta de escrow y mantenidos en dicha cuenta hasta en tanto se lleve a cabo una combinación inicial de negocios. Como ya se mencionó, si no se consigue llevar a cabo la combinación inicial de negocios dentro del período de dos

¹⁷ Murray, James S. (2014). The regulation and pricing of special purpose acquisition corporation IPOs.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=778127031007075084003089120021090026052002093065027039103117106064007071092109072068110106060011059022008024091078105092110089122019094003010003025118122092124120059075028105098108010023080126116123083116005109096075126127122116068111096123009017008&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

años preestablecido, la SPAC se liquida y los recursos depositados en la cuenta escrow se regresan a los inversionistas.

Desde el punto de vista técnico, los inversionistas de una SPAC lo que en realidad están adquiriendo es un bono cupón cero sin riesgo con una opción de compra (call) respecto de acciones de la SPAC¹⁸.

La SEC clasifica a las SPAC como compañías cheque en blanco bajo el Código SIC (Standard Industrial Classification) número 6770, mediante el cual se identifica el tipo de negocios que hacen las compañías listadas en bolsa.

Técnicamente define a las SPAC como “empresas muy pequeñas”, término que involucra inversiones especulativas que caen dentro de la definición de “penny stocks” (acciones muy pequeñas o de micro capitalización)¹⁹.

Sin embargo, por otro lado, la regla 3a-51-1 de la SEC excluye de la definición formal de "penny stocks" a cualquier emisor de acciones con activos netos totales valorados por encima de USD\$5,000,000 después de llevada a cabo la oferta pública inicial²⁰.

Dado que todas las SPAC han recaudado más de USD\$5,000,000 a través de su oferta pública inicial, las mismas han quedado virtualmente excluidas de la categoría de “penny stocks”,

Otro de los aspectos generales más relevantes de una SPAC es la combinación inicial de negocios. Esta figura tiene muchas semejanzas con aquella conocido como “reverse merger” (fusión inversa).

¹⁸ Lewellen, Stefan M. (2009). SPACs as an asset class. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=687101067008100019017030015064092090096055058047023043031089012109087106029091028121061053000000033097052119077120031025102066009094010045014116116013127125074025095087041001102029029122081120089085108122082024109105004006102122064067011126103094126&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

¹⁹ Lakicevic, Milan; Vulcanovic, Milos (2013). A story on SPACs. *Managerial Finance*, 39(4), 384–403 <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=918113104022125096091105022071074097020018019037026034118071006098070019010123119031035097127107114000118007027114007064110064112094001030086101102089013117084112029069054127095015114108004118079011025067094112064022096030074025066025094024105121025&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

²⁰ <https://www.aigbelaw.com/securitiesinvestinglawblog/2021/7/26/rule-419-amp-spac-transactions>

Sobre el particular, primero es importante entender que las SPAC son vehículos estructurados cuyo fin es, literal, hacer pública una empresa privada. Esto puede realizarse, entre otras formas, a través de una fusión.

Las principales diferencias de la fusión inversa y la combinación inicial de negocios bajo la forma jurídica de una fusión son:

- ✓ En relación con los incentivos y los roles de los participantes; a diferencia de las fusiones inversas, las SPAC están generalmente dirigidas por equipos de expertos en la industria, con “track record” (historial de negocios) y experiencia comprobados.
- ✓ En relación con el control, el consejo administrativo es quien controla a la entidad pública, es decir, a la SPAC; en el caso de las fusiones inversas la empresa privada es la que es controlada por el consejo administrativo.
- ✓ En las SPAC, éstas son las empresas que tienen los recursos correspondientes, mientras que en las fusiones inversas la empresa cascarón cuenta con una cantidad mínima de activos.

La vida de una SPAC puede dividirse en dos períodos:

1. El primero comprende desde el momento en que se lleva a cabo la oferta pública inicial hasta el momento en que se lleva a cabo la combinación inicial de negocios o se liquida la SPAC.
2. El segundo comprende a partir de que la SPAC realiza la combinación inicial de negocios.

No obstante lo anterior, los autores²¹ en la materia agregan una etapa más que es la de la formación de la sociedad previo a la oferta pública inicial, ya que en esta etapa es donde se ponen a consideración los acuerdos contractuales que determinan la viabilidad de la SPAC (tal como desarrollaremos más adelante en el capítulo siguiente).

²¹ Shachmurove, Yochanan.; Vulcanovic, Milos (2017). SPAC IPOs https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2898102

En resumen, el ciclo de vida de una SPAC se resume en tres momentos que son fundamentales, a saber:

- Primero, la creación de la sociedad que será la SPAC la cual es incorporada conforme a la legislación que corresponda, es registrada ante las instancias respectivas y se delinear los acuerdos y cláusulas estructurales que le dan vida a la SPAC;
- Segundo, se prepara el camino para la oferta pública y se recaudan los recursos de los inversionistas asignándoles el número de acciones y títulos opcionales previamente acordados y descritos en los documentos legales preparados en la primera etapa. A partir de este momento comienza a correr el plazo general de dos años para que la SPAC lleve a cabo la combinación inicial de negocios;
- Tercero, comienza la fase de la combinación inicial de negocios, momento clímax de la SPAC. Si la transacción es aprobada por la mayoría de los inversionistas, se ejecutan todos los pasos necesarios para llevar a cabo la combinación inicial, en caso contrario, se reembolsan los recursos aportados por los inversionistas y se liquida la SPAC.

En esta tercera instancia es cuando surge la figura del Private Investment in Public Equity (“PIPE”) que no es otra cosa que la captación de recursos adicionales a aquellos levantados mediante oferta pública, pero ahora de manera privada. Esto puede derivar del hecho de que el dinero recaudado originalmente no alcanzara para consumir la combinación inicial de negocios, o bien, porque derivado de los reembolsos efectuados a los inversionistas salientes ya no alcanzaran los recursos captados originalmente mediante oferta pública.

Desde el primer momento en que uno escucha el término SPAC no puede evitar reaccionar con sorpresa ante lo complejos que pueden llegar a ser.

Si bien las SPAC surgieron como una opción para evitar el largo proceso de oferta pública de acciones tradicional, no podemos pasar por desapercibido que la

confección de una SPAC resulta por demás compleja. La multiplicidad de actores y acuerdos que se requieren para su creación, y la necesidad de que los intereses de tantas partes deban estar alineados, hacen de las SPAC un vehículo llamado a estar altamente regulado.

Incluso resulta interesante que las SPAC jamás hayan sido pensadas de manera particular por los reguladores, sino que hayan sido objeto de excepciones a las diversas reglas que se fueron creando con el paso de los años.

Seguimos analizando esta figura peculiar.

1.3 ESTRUCTURA TÍPICA

Uno de los motivos por los cuales las SPAC han cobrado gran relevancia es la sofisticada ingeniería con la que ha sido diseñada su estructura, donde cada uno de los actores que participan en estos vehículos tiene distintos incentivos y donde, de desarrollarse la inversión de forma exitosa, todos podrían obtener beneficios.

Según diversos autores, la relación contractual entre los participantes de una SPAC está dirimida con base en una subordinación entre todos ellos, donde cada uno de se verá beneficiado siempre y cuando las demás partes logren sus objetivos alineando sus expectativas a largo plazo²².

Las SPAC tienen tres grupos principales de partes interesadas: sponsors, inversionistas y empresas objetivo. Cada una de éstas tiene un conjunto único de preocupaciones, necesidades y perspectivas.

A continuación, se describen más a fondo las características de los actores de una SPAC y en los incentivos de cada uno de ellos.

²² Bai, Jessica; Ma, Angela; Zheng, Miles (2021). Segmented going-public markets and the demand for SPACs

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=580124069074120010029068018074093126116045031036095011024097026122101096064114115090025045023032105055117103127115096122026065007094031035053090120120084100070018102089089082093082116094112081067119094082115113011017124003114073091097021125120084070126&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

1.3.1 Empresa objetivo

Generalmente las empresas objetivo son entidades que ya pasaron por instancias de financiamiento previas o que están en búsqueda de financiamiento adicional. Muchas de ellas, es probable que ya hayan estado inmersas en un proceso de inversión por parte del algún fondo de capital privado (como es el caso de Promecap Acquisition Company).

Llegado el punto donde las empresas requieren de recursos de terceros para sostener sus estrategias de crecimiento y suelen considerar diversas opciones entre las cuales se encuentra la que ofrecen las SPAC. Otras pueden ser la oferta pública de acciones, pero en el caso de un mercado financiero como el mexicano no suele ser una vía atractiva. Otras son la venta de una participación del negocio a un fondo de capital privado o a un tercero.

Algunas de las ventajas que encuentran este tipo de empresas para levantar fondos por medio de una SPAC son las siguientes²³:

- ❖ la posibilidad de acordar un precio justo por las acciones que sean canjeadas con motivo de la fusión, potencialmente más alto al de un IPO²⁴;
- ❖ la posibilidad de utilizar proyecciones financieras futuras a la hora de ofrecerse a una SPAC en una negociación²⁵;
- ❖ el contar con mayor certeza en cuanto al precio al que sería valuada la empresa y que deberá acordarse en el convenio de fusión; y

²³ Lamont, Duncan (2021). The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets <https://www.schroders.com/en-gb/uk/intermediary/insights/the-pros-cons-and-incentives-behind-the-spac-craze-sweeping-markets/>

²⁴ Por lo general en las ofertas públicas de acciones se suele subvaluar el precio de salida de las acciones para generar que el precio de la acción suba de manera importante en los primeros días de negociación.

²⁵ Este aspecto es de singular relevancia para las empresas tecnológicas o de rápido crecimiento

- ❖ la eficiencia administrativa y en costos que representa la opción de fusión con una SPAC respecto de la oferta pública de acciones tradicional.

Uno de los aspectos a destacar que juegan en contra de los intereses de las empresas objetivo son los relativos a las diversas capas de dilución que se pueden dar en el ciclo de vida de una SPAC las cuales impactan de manera particular en el valor de la acción y que meten presión adicional al desempeño de la empresa objetivo y sus resultados²⁶.

1.3.2 Sponsors

Los sponsors suelen ser ejecutivos experimentados con varios años de experiencia en el sector que por voluntad propia deciden crear una SPAC con el propósito de captar recursos del gran público inversionistas para con ello llevar a cabo la adquisición de una empresa privada que es la empresa objetivo.

Según varios autores, el sponsor es considerado el principal activo de una SPAC, ya que su reputación, su conocimiento de alguna industria específica, su red de contactos y su capacidad de gestión son las principales herramientas para comercializar las SPAC entre los potenciales inversionistas y que generalmente son los factores que determinan el éxito de estos vehículos.

Contar con profesionales con experiencia probada en la industria, con un perfil público importante, que ya han llevado a cabo transacciones de este tipo anteriormente, puede ser positivo ya que se puede capitalizar todo el conocimiento y la experiencia para conducir favorablemente a la nueva empresa.

²⁶ Damodaran, Aswath (2021). Disrupting the Disruptors? The 'Going Public Process' in Transition. The 'Going Public Process' in Transition (July 14, 2021). <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=957071013119004017022011109107112028102002091013060033119006099076088003027113119068038052119037116098008085085091015118121083018036047019065104101001014113093037060011078017118125000114013018029100092064107031126006081104118025118090010020082121&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

En cuanto a las celebridades o figuras públicas que han ejercido algún papel dentro del equipo de los sponsors, vale la pena señalar que no siempre es una buena idea y que tampoco está percibido con buenos ojos por el mercado²⁷.

Como se mencionó anteriormente, los sponsors no pueden revelar sus empresas objetivo ni antes ni durante el proceso de oferta pública de la SPAC. De la misma forma, no pueden tener acuerdos pactados con anterioridad ya que precisamente para ello existe el periodo de 2 años posterior a la oferta pública para identificar la empresa objetivo y cerrar la adquisición de ésta

Así, la compensación de los sponsors consiste en el derecho a adquirir un porcentaje de las acciones de las SPAC, lo cual se formaliza por lo general antes de la oferta pública inicial de acciones de la SPAC.

La generalidad es que los sponsors adquieren un porcentaje accionario representado por acciones serie B a un precio muy por debajo del precio que suscribirán los inversionistas en la oferta pública y generalmente por un valor de USD\$25.000. Este porcentaje accionario suele representar el 20% del capital social de la SPAC después de llevada a cabo la salida a bolsa.

La particularidad de las acciones de los sponsors es que tienen la posibilidad de convertirse en acciones serie A una vez se lleva a cabo la combinación inicial de negocios.

Existe mucho debate alrededor de lo excesiva que pudiera resultar la compensación de los sponsors y de los incentivos que la misma genera.

No obstante, existen quienes se manifiestan a favor de la compensación promedio de los sponsors, como sigue²⁸:

²⁷ Precisamente en marzo de 2021 la SEC lanzó una alerta bajo el título “Celebrity Involvement with SPACs – Investor Alert” donde expresó lo siguiente: “Nunca es una buena idea invertir en una SPAC solo porque alguien famoso lo patrocina o invierte en él o dice que es una buena inversión.”

²⁸ Lin, Chen; Lu, Fangzhou; Michaely, Rony; Qin, Shihua (2021). Spac IPOs and sponsor network centrality

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=762127125113124127111088024094072092121071009035059050117015111000078127109031093126050101098044042040042066096124076077091094104038000060086096101106065116123093005023050081020022127009121010007004109>

En primer lugar, destacan que la compensación se activa sí y sólo si, se consuma la combinación inicial de negocios lo cual suspende el derecho a esta compensación hasta en tanto no ocurra dicho suceso. También en algunos casos los sponsors utilizan parte de dicha compensación para cubrir los gastos de emisión.

En segundo lugar, el rol de los sponsors va mucho más allá que el ser una cara visible o que consumir una combinación inicial de negocios. Por lo general, gracias a su experiencia previa en el sector, contribuyen de manera significativa al desarrollo de la empresa objetivo y en la mejor operativa de dichas empresas generando valor de todo tipo.

Finalmente, el rol del sponsor resulta determinante a la hora de levantar el capital necesario ya que de éste dependerá si los recursos captados cubren las necesidades de la empresa objetivo no solo para adquirirla sino para ejecutar los proyectos previstos.

En contraposición, diversos autores²⁹ sostienen que efectivamente la compensación es excesivamente alta y que los únicos ganadores en las SPAC son los sponsors ya que el valor de las acciones que reciben consumada la combinación inicial de negocios suele ser de 3 a 5 veces el monto del capital invertido por estos.

Incluso, en el peor de los casos, si no se lleva a cabo la combinación inicial de negocios, los sponsors simplemente devuelven a los inversionistas el capital aportado por ellos sin ningún costo económico.

000088005004118119098119125096094106069094105125104&EXT=pdf&INDEX=TRUE
²⁹ Klausner, Michael; Ohlrogge, Michael; Ruan, Emily (2020). A sober look at SPACs. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper, (559), 20-48. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=857005071031024001088078123114121000040032020031003054085116120096081007023113006064054114001037062104014027009001112097071028033016010081059114029001080069121088008070086078087089000093020126065064091089103090085094003072022093096086106104093001068125&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

1.3.3 Inversionistas

En cuanto a los inversionistas, y en el aspecto positivo de las SPAC, y partiendo de lo más simple, la inversión representa una oportunidad de inversión en un tipo de activo único que puede ser útil para diversificar la cartera.

Recordar que al invertir en una SPAC, los inversionistas reciben dos tipos de activos, en primer lugar, reciben acciones a un precio original de suscripción de USD\$10 y títulos opcionales conocidos como warrants los cuales les otorgan el derecho de comprar acciones a futuro a un precio específico.

Los autores consideran que los warrants son un ingrediente fundamental en el intento de alinear los intereses y riesgos entre sponsors e inversionistas. Algunas SPAC emiten un warrant por cada acción, algunos emiten fracciones de acciones (por lo general un tercio).

Tradicionalmente la mayoría de los inversionistas de las SPAC son inversionistas calificados o institucionales.

Como ya se explicaba con anterioridad, para inversionistas como hedge funds, private equity funds, mutual funds y otro tipo de inversionistas institucionales, las SPAC constituyen bono cupón cero con una opción de compra (call) sobre acciones en caso de una futura adquisición de una empresa objetivo.

El otro espectro de inversionistas está conformado por inversionistas retail (minoritarios) los cuales suelen tener participaciones minoritarias en las SPAC. Este tipo de inversionistas minoritarios suelen detentar a largo plazo las acciones emitidas por las SPAC³⁰.

³⁰ Klausner, Michael; Ohlrogge, Michael; Ruan, Emily (2020). A sober look at SPACs. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper, (559), 20-48. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=857005071031024001088078123114121000040032020031003054085116120096081007023113006064054114001037062104014027009001112097071028033016010081059114029001080069121088008070086078087089000093020126065064091089103090085094003072022093096086106104093001068125&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

1.4 LA COMBINACIÓN INICIAL DE NEGOCIOS

Como se mencionó anteriormente, el ciclo de vida de un SPAC llega a su punto cúlmine una vez que la SPAC logra adquirir o fusionarse con una empresa objetivo lo que se denomina Combinación Inicial de Negocios.

Este proceso se asimila en muchos aspectos a la fusión de una empresa pública, donde se debe cumplir con la presentación de una Letter of Intent (Carta de Intención), llevar a cabo procesos de debida diligencia e informar públicamente los acuerdos de fusión a través de los reguladores. Socios del despacho Mayer Brown LLP³¹, señalan algunos puntos clave que diferencian al proceso de de-SPAC respecto a la fusión de una empresa pública.

En una transacción de-SPAC se requiere aprobación de los accionistas a través de declaración de poder o poder/prospecto. Además, existe la oportunidad de redención para los accionistas del SPAC. En tercer lugar, existe una mayor flexibilidad (e incertidumbre) en la consideración de compra.

La combinación inicial de negocios puede estructurarse como un “cash-out” para los accionistas de la empresa objetivo, o bien, como una fusión inversa. La combinación inicial de negocios también se puede llevar a cabo a través de una combinación de ambas modalidades.

La figura del cash-out implica un pago significativo en efectivo para los accionistas de la empresa objetivo, mientras que, en una fusión inversa, los accionistas existentes recibirían poca o en algunos casos nada de efectivo. En el caso de la fusión inversa la empresa objetivo obtiene la naturaleza de una empresa pública bajo la figura de la SPAC y, por tanto, evita los pasos complejos relacionados con el proceso de oferta pública de acciones tradicional.

En un proceso de combinación inicial de negocios, la empresa objetivo puede utilizar proyecciones financieras futuras, negociar de manera confidencial con la

³¹ <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/events/2021/04/spac-presentation-accmayer-brown-april-28-2021.pdf>

SPAC y el sponsor la determinación del precio y utilizar incentivos de ganancias en los términos y condiciones generales de la transacción.

Además, la transacción de-SPAC suele tomar varios meses menos que un IPO tradicional y tiene la gran ventaja de que no está sujeta al riesgo de mercado como si lo está el IPO, dado que las empresas acuerdan la fecha de salida de acuerdo al contexto de mercado en el que están.

La combinación inicial de negocios típicamente toma entre 4 y 6 meses dependiendo de las particularidades del proceso. El primer paso es, de manera lógica, la identificación de la o las empresas objetivo y la selección de las mismas con base en el proceso de *due diligence* que lleve a cabo el sponsor.

Posteriormente, se procede a preparar los documentos legales y de mercado correspondientes para efectos de informar a los inversionistas la intención de llevar a cabo la combinación inicial de negocios con la empresa objetivo en cuestión, quienes deberán aprobar o no la potencial transacción posteriormente.

A la par de que se somete a consideración de los inversionistas la combinación inicial de negocios, el sponsor trabaja, en su caso, en el levantamiento de capital adicional a través del PIPE³² a fin de que se cuente con los recursos necesarios para llevar a cabo la combinación inicial de negocios y anticipar cualquier efecto adverso que pudiera tener el retiro de inversionistas de la consumación de la combinación inicial de negocios.

A la par, se preparan los documentos de la transacción, es decir, los contratos de compraventa de acciones, los acuerdos de fusión, entre otros, mismos que se ejecutarán y someterán a aprobación de todas las partes involucradas.

En una instancia posterior, se hace la presentación de documentación ante los entes regulatorios, entre otros, en materia financiera y bursátil y de competencia

³² El PIPE es captación de recursos adicionales a aquellos levantados mediante oferta pública, pero ahora de manera privada. Esto puede derivar del hecho de que el dinero recaudado originalmente no alcanzara para consumir la combinación inicial de negocios, o bien, porque derivado de los reembolsos efectuados a los inversionistas salientes ya no alcanzaran los recursos captados originalmente mediante oferta pública.

económica, quienes harán las revisiones pertinentes y determinarán si la transacción obtiene la aprobación regulatoria.

Todas las SPAC tienen fijado un límite respecto a la cantidad de redenciones de inversionistas en un escenario de votación respecto de la combinación inicial de negocios presentada a estos. Para ser aprobada la combinación inicial de negocios no basta con que la mayoría de los accionistas aprueben la misma, sino que las redenciones deben estar por debajo del límite establecido, ya que de otra manera la operación no podría llevarse a cabo.

Ambos mecanismos motivan a los sponsors de las SPAC a encontrar un objetivo de calidad que satisfaga a los inversores.

Lo relativo a los reembolsos y/o redenciones que se efectúan a los inversionistas es un aspecto crítico a la hora de llevar a cabo una combinación inicial de negocios. Las empresas objetivo siempre van a fijar un precio deseado para proceder con la combinación por lo que no contar con los recursos suficientes es motivo para que las negociaciones entre el sponsor y la empresa objetivo no fructifiquen y en dado caso el sponsor y la SPAC se verán obligados a buscar financiamiento adicional a través del PIPE.

Los sponsors son los encargados de buscar recursos adicionales y nuevos inversionistas a través del PIPE aprovechando sus contactos y relaciones en el sector. Incluso el mismo sponsor puede funcionar como inversionistas en el PIPE. Un ejemplo de esto es la SPAC de Promecap la cual tuvo que recurrir a financiamiento adicional a través del PIPE el cual fue otorgado por el socio principal de Promecap, fondo de capital privado.

Promecap es una firma de inversión en México fundada por Fernando Chico Pardo en el año de 1997 y cuenta con diversas inversiones desde su creación³³.



El PIPE es un mecanismo más rápido y efectivo para recabar fondos adicionales en comparación con una operación de follow-on en el mercado bursátil.

En conclusión, el proceso de combinación inicial de negocios es sumamente complejo ya que es la culminación de los intereses de todos los involucrados en una SPAC y donde cada uno de los acuerdos deberá reproducir de manera fiel los intereses y la alineación entre estos razón por la cual es de vital importancia hacer un examen detallado de las empresas objetivo en aras de facilitar las negociaciones con estas empresas e incentivar que menos inversionistas busquen la redención de los recursos aportados de estos y de esta manera estar en posibilidad de llevar a cabo de manera satisfactoria la combinación inicial de negocios sin necesidad de tener que recurrir a fuentes de financiamiento adicionales otras que no sean los recursos captados mediante la oferta pública de acciones.

Por tal motivo, es muy importante tener en consideración que la estructura que posee una SPAC puede ser muy riesgosa por lo compleja que es la combinación inicial de negocios y por el corto plazo que se otorga a los sponsors para concretarlas. Desafortunadamente, los inversionistas, al momento de definir si participan o no de la combinación inicial de negocios, suelen contar con muy poca información respecto de la empresa objetivo.

Veamos ahora las ventajas y desventajas que poseen las SPAC.

³³ <https://promecap.com.mx/esp/>

1.5 VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Con el antecedente, historia y descripción de la estructura de las SPAC vale la pena señalar ahora cuales son las ventajas que la utilización de este vehículo tiene y también las desventajas. La peculiaridad de las SPAC hace que a las ventajas y desventajas sean aplicables en función del riesgo de los inversionistas que es distinto entre unos y otros tal como señalaremos más adelante.

1.5.1 Ventajas

Es imperativo entender por qué la popularidad que tienen las SPAC hoy en día y cuales con las ventajas que otorga hacer una SPAC en lugar de una oferta pública inicial. Grosso modo, la ventaja puede derivar en dos aspectos fundamentales, en primer lugar, el riesgo y en segundo lugar la complejidad detrás de una oferta pública inicial³⁴.

Generalmente, las empresas que toman la vía de la oferta pública a través de una SPAC con empresas con mayor riesgo en sus operaciones, o bien, empresas extranjeras, o en general, empresas que tienen situaciones especiales que representan un serio desafío para hacer una oferta pública tradicional.

Múltiples empresas consideran que es mejor cotizar en bolsa a través de una SPAC ya que la ruta tradicional de la oferta pública está sujeta a mayor escrutinio por parte de las autoridades regulatorias y el proceso puede encontrar muchas complicaciones en el camino. Sin ir más lejos, tenemos el famoso caso de WeWork que incluso hasta la pantalla chica llegó. A grandes rasgos, lo que sucedió con We

³⁴ Chatterjee, Sris; Chidambaran, N.K.; Goswami, Gautam (2016). Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs. *Journal of International Money and Finance*, 69, 151-178. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=005106086102119067027123065091070007019038081078058007068005077000078017071096068018110037005040102030114103000000017076091084022015086030051028108092093122065058054084022005095011098073099116124080074024003109112121105094125070022100118003024113&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Work fue que su intento de salir a la bolsa, con una sobrevaluación, se vinieron abajo ya que en los procesos de *due diligence* de los bancos salió a la luz la altísima deuda de la compañía, aunado al hecho de las constante críticas hacia el modelo de negocio, gestión de la empresa y cuestiones personales del fundador de la empresa.

Del lado de los sponsors, hay una ventaja muy clara: dada la estructura de capital y el porcentaje accionario que se les otorga a éstos desde la creación de la SPAC, el hecho de lograr completar de manera satisfactoria el proceso completo todo el proceso desde la creación de la SPAC hasta la fusión con la empresa objetivo per se, ya trae un beneficio inherente a los sponsors ya que a partir de que se adquiere la empresa objetivo estos son propietarios del 20% de acciones de una sociedad por la que pagaron una cantidad significativamente menor, pero que a los ojos del mercado secundario, su acción ya vale USD\$10.

Por estos motivos se ha visto la presencia de muchos famosos y de celebridades ejerciendo un supuesto rol de sponsors que en realidad no es un rol como tal, sino que su única intención es la de ser una cara visible que a su vez aportan credibilidad y confianza hacia los inversionistas³⁵.

Desde luego, las celebridades no son quienes toman las decisiones financieras sino los sponsors³⁶, pero en todo caso es de llamar mucho la atención que celebridades se sumen a los esfuerzos de los sponsors por levantar capital a través de una SPAC.

En cuanto a los mecanismos de salida a bolsa que existen para una SPAC y para oferta pública tradicional, es importante comenzar distinguiendo las características propias de estos.

³⁵ https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/03/18/mercados/1616077670_607963.html

³⁶ Kurutz, Steven (2021). OK, What's a SPAC?. The New York Times <https://www.nytimes.com/2021/02/27/style/SPACS-celebrity-craze.html>

En relación con las SPAC, primero se crea la sociedad que en ese momento no va a tener activo alguno para ofrecer productos o servicios y que no generan ingreso alguno y tampoco tienen historial operativo alguno.

En el lado contrario, lanzar una oferta pública de una empresa ya existente obliga a divulgar toda la información e historia financiera de la empresa a los entes reguladores.

Un factor decisivo a la hora de llevar a cabo una oferta pública de acciones es la determinación de una valuación acertada de la empresa mediante un análisis exhaustivo a sus estados financieros, riesgos, operaciones, gobierno corporativo, planes de negocios a futuro, proyecciones en general, planes de expansión, entre otros.

Por lo anterior, es más que evidente que, de entrada, la posibilidad de levantar recursos a través de una SPAC es mucho más rápido y sencillo que la vía tradicional de la oferta pública.

En el caso de la oferta pública de acciones, los inversionistas comercializan la oferta después de anunciar un rango de precios inicial, elaborado en base a estimaciones de rendimientos futuros y al nivel de demanda de las acciones por parte del mercado. Los inversionistas, antes de tomar una decisión sobre su inversión, realizan proceso de *due diligence* lo suficientemente detallado y exhaustivo sobre la sociedad emisora de las acciones en el proceso de oferta pública; asimismo, la sociedad emisora está obligada a asumir diversas responsabilidades ante los entes regulatorios por la información divulgada en los prospectos de colocación respectivos.

En el caso de las SPAC, las acciones de éstas se ofrecen a un precio unitario predeterminado, normalmente a USD\$10 por unidad. Las SPAC no están obligadas a identificar a las empresas objetivo al momento de su salida a bolsa y los inversionistas no realizan proceso de *due diligence* sobre las empresas objetivo, sino que éste es realizado única y exclusivamente por los sponsors.

El tiempo que toma el camino para convertirse de una empresa privada a una pública es otro de los aspectos donde existen diferencias significativas entre una SPAC y una oferta pública de acciones tradicional.

El tiempo para que una SPAC salga a bolsa se completa entre 3 y 6 meses desde el inicio de los trámites ante las autoridades de los Estados Unidos, mientras que una oferta pública de acciones tradicional generalmente toma más de un año³⁷. También existen ventajas en cuanto a los gastos de emisión ya que en el caso de las SPAC dichos gastos representan aproximadamente un 5.5%, mientras que en el caso de una oferta pública de acciones tradicional los mismos son cercanos al 7%.

Adicionalmente, una oferta pública de acciones tradicional representa gastos de mercadotecnia significativos los cuales están relacionados con los procesos de *roadshows* donde la empresa, en conjunto con sus banqueros y sus abogados, se embarca en una serie de reuniones para visitar a los potenciales inversionistas y hacer la oferta de sus acciones.

En las SPAC estos gastos no existen ya que no se necesita hacer *roadshows* respecto de una sociedad cascarón que no tiene activo alguno y sólo se requerirán en los casos donde sea necesario captar más capital distinto al de los inversionistas públicos lo cual se hace a través del mecanismo del PIPE antes mencionado.

Otro componente importante que constituye una diferencia significativa entre las SPAC y una oferta pública inicial tradicional es la posibilidad de que en las SPAC los inversionistas y promotores negocien los términos de la inversión y de la combinación inicial de negocios³⁸.

³⁷ Chamberlain, Lauren (2021). Dispelling the Hype: An Examination of SPAC Common Equity Performance <https://digitalcommons.calpoly.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=econsp>

³⁸ Banerjee, Snehal; Szydłowski, Martin (2021). Harnessing the overconfidence of the crowd: A theory of SPACs <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=462120099114112094092119075000121067018047004027052090098066006121125105092069124100123058007118021059046115088092099121101087011066028081000006093099116103117122022001023103110100090121098021100103085099065080098095022093016102086089098118027120003&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

En cambio, en una oferta pública de acciones no existe la posibilidad para negociar los términos de la transacción, siendo el precio de las acciones la única variable sujeta a negociación.

En las SPAC hay muchas particularidades de la transacción que pueden ser negociadas tal es el caso de la captación de fondos adicionales a través del PIPE o modificaciones importantes en materia de gobierno corporativo y consejos administrativos en general.

Desde sus orígenes, las SPAC fueron creadas para conectar de manera más fácil y eficiente a empresas necesitadas de fondos para financiar proyectos con inversionistas dispuestos a mover su capital bajo ciertos parámetros de riesgo. No obstante, los rendimientos para los inversionistas son generalmente superiores a los de otros instrumentos que existen en el mercado.

En resumen, podemos decir que el principal rasgo que caracteriza a las SPAC se traduce en la flexibilidad que se da ante una menor exigencia regulatoria, mayor rapidez para crear la estructura de éstas y sacarlas a bolsa, una muy evidente simplicidad para captar recursos del público inversionista sin tener que proyectar rentabilidades o flujos futuros y por último la certeza hacia los inversionistas de contar con la garantía de que sus recursos serían reembolsables en caso de así optar o bien en caso de que no se llevara a cabo una combinación inicial de negocios.

1.5.2 Desventajas

De lo dispuesto con anterioridad, es evidente que las SPAC tienen muchas ventajas en relación con las ofertas públicas de acciones tradicionales, aunado a la fama que se han creado estos vehículos con los distintos inversionistas ante la presencia de celebridades. Sin embargo, no podemos mirar a las SPAC como la solución a todos los problemas que un mercado financiero regulado trae consigo ya

que esto siempre va a traer de la mano un riesgo inherente el cual deberá ser manejado con cautela y en aras de no desincentivar las inversiones.

En esta línea, los principales reguladores en los Estados Unidos y en Europa están llevando acciones tendientes a informar a los participantes en las SPAC para que conozcan a mayor detalle estas figuras ya que para muchos aún son desconocidos, y concientizando a los inversionistas de los riesgos que poseen estas inversiones por las características ya descritas en el apartado anterior.

En una publicación reciente se advierte sobre los principales riesgos de invertir en las SPAC no sin antes aclarar que los riesgos de estas figuras impactan de forma diferente a los inversionistas de acuerdo al perfil de riesgo de cada uno de éstos y mismos que a continuación se describen³⁹:

En primera instancia, se advierte que en las SPAC hay menos información que en una oferta pública de acciones tradicional. En una oferta tradicional las empresas aportan una cantidad de información significativa y pasan por procesos de *due diligence* muy extensos por parte de los bancos de inversión que serán quienes al final del día se encargarán de promocionar la oferta de las acciones con los inversionistas. Todo esto se hace previo a la oferta pública antes del lanzamiento.

Por el contrario, y como ya se señaló, en las SPAC se requiere mucha menos documentación de cara a la salida a bolsa y la inversión o no de recursos depende prácticamente de la reputación que tuvieran los sponsors y su “track record”.

Asimismo, se define a las SPAC como inversiones especulativas. Aquí vale la pena detenernos ya que precisamente esta es la característica principal de las SPAC y lo que ha generado críticas sobre el vehículo ya que efectivamente su naturaleza es en general especulativa ya que el comportamiento de la acción una vez que la SPAC sale a la bolsa depende de muchos elementos diversos a aquellos que fueron analizados por los inversionistas en su momento aunado al hecho de que el mercado puede no ver con buenos ojos la salida a bolsa de la empresa

³⁹ Financial Industry Regulatory Authority (2019). Guidance on Special Purpose Acquisition Companies. <https://www.finra.org/investors/insights/spacs>

objetivo específica y que muchas veces puede haber conflictos de interés entre la empresa objetivo y los sponsors.

A través de las SPAC los inversionistas pueden estar expuestos a empresas con diversos perfiles de riesgo y pueden enfrentarse a conflictos de intereses perversos.

Las empresas que se fusionan con las SPAC evitan un escrutinio más estricto del que habrían estado sujetas si hubieran pasado por el proceso tradicional de la oferta pública de acciones. A diferencia de lo que sucede en una oferta pública de acciones tradicional, los reguladores no analizan los estados financieros de las empresas objetivo sino hasta el momento en que ya son adquiridas por las SPAC. Asimismo, las SPAC pueden presentar sus propias proyecciones financieras de la empresa objetivo a los inversionistas, cosa que no sucede en una oferta pública inicial tradicional.

Otro de los riesgos que existen en las SPAC son los gastos y los incentivos de los sponsors.

Los sponsors se juegan su reputación en el intento de encontrar una empresa objetivo que sea lo suficientemente atractiva para los inversionistas y sea posible llevar a cabo la combinación inicial de negocios. Esto deriva en que los sponsors busquen ser compensados por este riesgo a través de un descuento en el precio de las acciones de la empresa objetivo a diferencia de lo que sucede en una oferta tradicional donde siquiera existen estos sponsors.

Si bien en el apartado anterior se citaba que una de las ventajas de las SPAC es que los gastos de emisión representan un porcentaje menor respecto de aquellos aplicables en una oferta tradicional, también es cierto que la forma de compensación a los sponsors tiene un coste indirecto para los inversionistas ya que “de saque” los inversionistas estarán dejando sobre la mesa el 20% del capital social de la empresa objetivo cuyo comportamiento en bolsa una vez adquirida es a su vez incierto.

En la misma publicación se hace énfasis en los conflictos de interés y las posibilidades de fraude que existen en las SPAC por razones tales como los

incentivos que tienen los sponsors para llevar a cabo la combinación inicial de negocios ya que los sponsors pueden tener ganancias muy significativas con el solo hecho de completar la combinación inicial de negocios incluso si la acción de la SPAC una vez adquirida la empresa objetivo pierde su valor.

Lo anterior hace más evidente el riesgo de posible uso indebido de fondos u omisiones con respecto a las empresas objetivo. Los sponsors de las SPAC pueden poseer información material no pública sobre las potenciales empresas objetivo y especular con esa información

Por último, está lo relativo a la fluctuación del precio de las acciones de las SPAC ya que éstas en cuanto son cotizadas entre el gran público inversionistas tienen un precio de USD\$10 que cuando se lleva a cabo la combinación inicial de negocios comienzan a fluctuar significativamente por múltiples factores que no dependen de los inversionistas y cuyo precio puede dificultar que en el corto plazo o incluso en ningún momento los inversionistas tengan un retorno de su inversión.

2. SPAC EN MÉXICO; OPERACIÓN Y REGISTRO

2.1 MARCO REGULATORIO APLICABLE

Tal como se desprende del capítulo anterior, el desarrollo de la regulación y el marco aplicable a las SPAC en los Estados Unidos, país de donde son originarios estos vehículos, ha resultado ser muy dinámico, dependiente en todos los casos de una conducta reactiva por parte de los entes reguladores más que preventiva como suele suceder en el mercado financiero donde todos los años surgen múltiples clases de activos derivado de la creatividad de los diversos actores del sector.

Si bien no existe una definición propia de SPAC, su desarrollo se da de forma muy clara a raíz de la Ley PSRA y la Regla 419 las cuales fueron los primeros ordenamientos en buscar regular las compañías cheque en blanco y las sociedades emisoras de “penny stocks” de las cuales deriva la estructura base de las SPAC.

En adición, el reconocimiento de los mercados bursátiles más importantes de los Estados Unidos como el AMEX, Nasdaq y el NYSE y su inclusión en los lineamientos, reglamentos y demás ordenamientos, se le dota a las SPAC de certeza jurídica y con ello se evita el uso desmedido de estos vehículos en perjuicio del gran público inversionista.

Pero la pregunta obligada en este caso es: ¿y en México quien regula a las SPAC? Resulta que, a la fecha, a pesar de haber dos SPAC cotizando en la Bolsa Mexicana de Valores, no existe regulación alguna de manera específica para las SPAC en México.

Sobre el particular, cabe señalar que como fue el caso en los Estados Unidos, las SPAC han adoptado reglas generales previstas en la Ley del Mercado de Valores y en las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores.

2.2 LAS RESOLUCIONES DE ACCIONISTAS

Especial mención y análisis ameritan las resoluciones adoptadas fuera de asamblea por los accionistas de las SPAC (“Resoluciones de Accionistas”) ya que éstas prevén el funcionamiento, la operación y los acuerdos generales entre el sponsor, la empresa objetivo y los inversionistas una vez se consuma la combinación inicial de negocios⁴⁰.

Las Resoluciones de Accionistas tienen su fundamento en las disposiciones mercantiles aplicables a las sociedades anónimas y en ellas se prevé una modificación integral de los estatutos sociales de la sociedad que eventualmente será la SPAC una vez se obtenga aprobación de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para inscribir las acciones y los warrants en el Registro Nacional de Valores y el posterior listado y cotización en la bolsa de valores.

Las Resoluciones de Accionistas prevén la compensación de los sponsors que, como se señaló en el capítulo anterior, será del 20% del capital de la SPAC representado por acciones serie B al momento que se constituye la sociedad correspondiente pero que podrán canjearse por acciones serie A en la medida en que se lleve a cabo la combinación inicial de negocios.

Entre otros supuestos, es importante señalar que las Resoluciones de Accionistas prevén de manera pormenorizada el procedimiento que se deberá llevar a cabo para reembolsar a los inversionistas que decidan no participar de la combinación inicial de negocios el capital aportado por éstos al momento de haber llevado a cabo la oferta pública de acciones.

Todos los acuerdos previstos en las Resoluciones de Accionistas están sujetos a condición resolutoria consistente en obtener la aprobación correspondiente por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

⁴⁰ https://www.bmv.com.mx/docs-pub/compulsa/compulsa_1025421_2020_1.pdf

2.3 OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES

Tal como sucede en el caso de las SPAC en los Estados Unidos, el proceso de oferta pública de acciones en México de una SPAC sigue la regulación general aplicable a cualquier otra sociedad que busca levantar capital a través de una oferta pública de acciones tradicional.

Al respecto, cabe aclarar que el hecho de que se sigan las reglas generales para una oferta pública de acciones no implica que se pierdan las ventajas que tienen las SPAC. En este sentido, el simple hecho de no contar con una regulación que establezca el procedimiento específico para que una SPAC coloque sus acciones entre el gran público inversionista, aunado al hecho que la SPAC en sí no tiene activos ni operación alguna, permiten que el proceso de oferta pública sea más rápido que el proceso tradicional.

No obstante, es importante mencionar que, en la práctica, de manera muy particular en México, el proceso de salida a bolsa de una SPAC no es lo suficientemente expedito como lo es en los Estados Unidos precisamente por esta falta de regulación específica en el marco normativo mexicano.

De manera general, en concordancia con lo establecido en las Resoluciones de Accionistas, se siguen los mismos pasos previstos por las SPAC de los Estados Unidos al momento de salir a bolsa en el mercado financiero mexicano.

2.4 EL RESPALDO DE LA INVERSIÓN A TRAVÉS DE UNIDADES

En el mismo sentido, la estructura de capital de las SPAC está conformada por “unidades” que constan de una acción ordinaria cada una y un warrant el cual otorga a los inversionistas el derecho a comprar una acción a un precio de ejercicio generalmente fijado en USD\$11,50. El warrant tiene un período de ejercicio, generalmente, de hasta 5 años contados a partir de que se lleve a cabo la combinación inicial de negocios, o bien, con anterioridad si los inversionistas deciden retirar su inversión en la SPAC.

Como se ha reiterado, los términos y condiciones previstos para cada SPAC no siempre son homogéneos ya que cada sponsor puede prever términos distintos, entre otros, en relación con el valor de los warrants, su precio de ejercicio y los plazos de redención de los mismos.

Si un warrant no se ejerce dentro del período de tiempo pactado en el contrato correspondiente, el inversionista perderá el derecho de ejercicio y no podrá hacer nada más con los warrants.

Por lo que hace a las acciones, como ya ha sido señalado, se suelen clasificar en dos tipos: acciones serie A, que son las correspondientes a los inversionistas que participan de la oferta pública inicial y las acciones serie B que son aquellas que corresponden a los sponsors.

En la mayoría de las estructuras de SPAC las acciones de los sponsors se reclasifican al momento de llevar a cabo la combinación inicial de negocios en acciones serie A en una base de uno por uno.

Los warrants resultan ser un ingrediente muy particular en las SPAC y tal como señalan Klausner, M., Ohlrogge, M., y Ruan, E. (2020)⁴¹. los warrants son una

⁴¹ Klausner, Michael; Ohlrogge, Michael; Ruan, Emily (2020). A sober look at SPACs. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper, (559), 20-48. <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=857005071031024001088078123114121000040032020031003054085116120096081007023113006064054114001037062104014027009001112097071028033016010081059114029001080069121088008070086078087089000093020126065064091>

forma de compensar a los inversionistas por estacionar su liquidez en las SPAC por casi dos años, mientras que otros los describen como un “dulce” para atraer a los inversionistas a las SPAC.

Los warrants referidos a las acciones de los inversionistas están diseñados para liquidarse en efectivo, lo que significa que los inversionistas tienen que entregar la cantidad de USD\$11,50 por warrant en efectivo a cambio de una acción. En cambio, los warrants referidos a las acciones de los sponsors pueden liquidarse por el neto lo que significa que el tenedor de dichos warrants no está obligado a entregar cantidad alguna en efectivo, pero que se emite una cantidad de acciones con un valor justo de mercado igual a la diferencia entre el precio de la acción y el precio de ejercicio del warrant.

2.5 VISTA OIL & GAS, ESTUDIO DE CASO

En el caso de Vista Oil & Gas, S.A.B. de C.V. (“VISTA”), en línea con la razón de ser de las SPAC, el equipo administrativo detrás de la creación de esta SPAC estaba compuesto por ejecutivos que habían tenido puestos muy relevantes en las empresas petroleras y energéticas más importantes de Argentina.

Asimismo, en aras de dotar a los inversionistas de mayor certeza de cara a la inversión que se proponía, el equipo de administrativo de VISTA se alió con uno de los fondos de capital privado con mayor reconocimiento y más grandes en el sector energético del mundo.

Es de llamar la atención que el equipo administrativo de VISTA, es decir, el sponsor, ya tenía identificadas las empresas objetivo incluso desde antes de llevar a cabo la oferta pública de acciones de la SPAC. Esta situación es de suma relevancia ya que esta situación ha sido objeto de diversas modificaciones a las

reglas emitidas por los reguladores en los Estados Unidos pero que, en el caso de México no tuvo consecuencia alguna para el sponsor y para la SPAC.

El monto de capital levantado por VISTA en la oferta pública inicial ascendió a la cantidad de USD\$650,000,000 representado por 65,000,000 de acciones representativas de la serie A y 65,000,000 de warrants representativos, de igual manera, de la serie A, a un precio de USD\$10 por unidad, la cual en el caso particular estuvo compuesta por 1 acción serie A y 1 warrant serie A. La serie A correspondió a las unidades asignadas a los inversionistas provenientes del gran público inversionista.

En línea con la generalidad de las SPAC, se otorgó un plazo de 5 años contados a partir de la combinación inicial de negocios correspondiente para ejercitar el derecho de opción de compra de los warrants emitidos a favor de los inversionistas.

Siguiendo con el levantamiento de capital para llevar a cabo la combinación inicial de negocios, tal como ha sido analizado, el sponsor requirió de recursos adicionales los cuales fue necesario captar de manera privada, por un lado, provenientes de Riverstone, el fondo de capital privado que se alió al sponsor para el levantamiento de la SPAC de VISTA hasta en cantidad de USD\$100,000,000 y, por otro lado, se obtuvo un financiamiento a través de un crédito sindicado compuesto por diversos bancos donde se obtuvo la cantidad de USD\$300,000,000.

Con la totalidad de los recursos levantados tanto a nivel de la oferta pública de acciones como a través del PIPE, el sponsor sometió a consideración de los accionistas llevar a cabo la combinación inicial de negocios consistente en la adquisición de diversas empresas constituidas en Argentina y dedicadas a la exploración y explotación de gas Shell en dicho país

Asimismo, las acciones del sponsor (vehículo propiedad de Riverstone y el equipo administrativo de VISTA) representaron a la fecha de la oferta pública de acciones el 20% del capital social de la SPAC. Es de resaltar que dichas acciones fueron suscritas y pagados a un precio de USD\$0.00155 por acción, en contraste

con el precio suscrito y pagados por los inversionistas el cual ascendió a USD\$10 por unidad (representada por una acción y un warrant).

Como se analizó anteriormente, existe demasiada controversia alrededor de la “desorbitada” compensación (diferencia) del sponsor a diferencia del precio suscrito por los inversionistas.

De manera particular, tratándose de México, los recursos captados en la oferta pública de acciones fueron convertidos a dólares americanos y depositados en la cuenta de escrow en el extranjero para su inversión en U.S. Treasury Bills.

Los recursos depositados en la cuenta de escrow fueron liberados para efectos de llevar a cabo la combinación inicial de negocios y para efectos de reembolsar el capital aportado a los inversionistas que optaron por no continuar en el proceso al amparo de sus derechos consignados en las Resoluciones de Accionistas adoptadas con anterioridad a la fecha de la oferta pública inicial de la SPAC.

2.6 PROMECAP ACQUISITION COMPANY, ESTUDIO DE CASO

En el caso de Promecap Acquisition Company (“Promecap”), el equipo administrativo, es decir, el sponsor, estuvo conformado por directivos del fondo de capital privado Promecap el cual es uno de los fondos más reconocidos en México y que ha hecho múltiples levantamientos de capital en el país entre el gran público inversionista a través de diversas figuras previstas en la legislación financiera.

Como en el caso de VISTA, y del resto de las SPAC, el trabajo y la reputación del equipo que conformaba al sponsor de Promecap fueron un factor determinante al momento de levantar capital del gran público inversionista y de esta manera probando la importancia del “track record” que deben tener los integrantes del sponsor como uno de los tres protagonistas de estos vehículos.

En el caso particular de Promecap, a diferencia de VISTA, el equipo del sponsor no tenía identificada una empresa objetivo al momento de llevar a cabo la oferta

pública inicial por lo que el sponsor tardó aproximadamente un año y medio para identificar a la empresa objetivo antes de llevar a cabo la combinación inicial de negocios⁴².

Durante el proceso de identificación de la empresa objetivo se analizaron sociedades de diversas industrias pasando desde la industria alimenticia hasta terminar en Acosta Verde, S.A. de C.V., empresa dedicada a la administración de centros comerciales en zonas de bajos recursos del país.

El monto del capital levantado por Promecap ascendió a la cantidad de USD\$200,000,000 representado por 20,000,000 de acciones serie A y 20,000,000 de warrants representativos de la serie A, a un precio de USD\$10 por unidad, la cual en el caso particular estuvo compuesta por 1 acción serie A y 1 warrant serie A.

De igual manera que en el caso de VISTA, se otorgó un plazo de 5 años contados a partir de la combinación inicial de negocios para ejercitar la opción de compra de los warrants emitidos a favor de los inversionistas.

Asimismo, las acciones del sponsor representaron a la fecha de la oferta pública de acciones el 20% del capital social de la SPAC. Es de resaltar que dichas acciones fueron suscritas y pagados a un precio significativamente menor al precio suscrito y pagado por los inversionistas el cual ascendió a USD\$10 por unidad (representada por una acción y un warrant)⁴³.

Los recursos captados en la oferta pública de acciones fueron convertidos a dólares americanos y depositados en la cuenta de escrow en el extranjero para su inversión en U.S. Treasury Bills, mismos que fueron liberados a la fecha en que se llevó a cabo la combinación inicial de negocios.

En el caso de Promecap, la combinación inicial de negocios consistió en una aportación de capital a la sociedad holding del Grupo Acosta Verde y por diversas

⁴² https://www.grupoav.com/wp_relacion_con_inversionistas_emisora.php?v=1 (p. 101 – 102)

⁴³ https://www.grupoav.com/wp_relacion_con_inversionistas_emisora.php?v=1 (p. 101 – 102)

cuestiones, de manera representativa cuestiones fiscales, la fusión consistió en la SPAC actuando como sociedad fusionada y Acosta Verde como sociedad que subsistió.

Sin embargo, dado que la regulación financiera no permite que una sociedad privada absorba a una sociedad pública como la SPAC, previo a llevar a cabo la fusión se tuvo que listar las acciones de Acosta Verde, S.A.B. de C.V. en la bolsa mexicana y una vez hecho esto se procedió a fusionar a ambas sociedades, resultando Acosta Verde, S.A.B. de C.V.

Entre otros factores, vale la pena resaltar, la fusión se llevó en ese sentido porque Acosta Verde, S.A.B. de C.V. contaba con un saldo de pérdidas fiscales pendientes de amortizar significativo y si esta sociedad hubiese sido la sociedad fusionada, dichas pérdidas fiscales se hubieran perdido tal como lo vamos a comentar más adelante.

3. CONSIDERACIONES FISCALES APLICABLES A LAS SPAC

3.1 EL TRATAMIENTO FISCAL, EN IMPUESTOS FEDERALES

En México, las SPAC están constituidas como sociedades mercantiles bajo la especie de sociedad anónima en términos del artículo 1 la Ley General de Sociedades Mercantiles.

Ahora bien, hay que recordar que la determinación de la residencia fiscal en México no se fija en función de si la sociedad respectiva está incorporada conforme a la legislación del país, sino que adopta el principio de la ubicación de la administración principal del negocio o sede de dirección efectiva.

Se entiende que la administración principal del negocio o sede de dirección efectiva se encuentra en México si en este país se encuentran las personas que realizan las decisiones de control, dirección, operación o administración de la persona moral y de sus actividades.

Históricamente la determinación de la residencia fiscal ha dado lugar a un sin número de controversias al ser ésta una cuestión fáctica, es decir, de hechos que agrupados entre sí permiten identificar la residencia fiscal de las personas en determinado país.

Así, considerando que en las SPAC el rol que juega el patrocinador y el equipo conformado por éste, se vuelve un tema de relevancia la determinación de la residencia fiscal de dichas sociedades.

Un ejemplo muy característico, es el relativo a la SPAC de VISTA ya que como se describió en el Capítulo 2 de esta tesis, el patrocinador y su equipo eran todos argentinos de nacionalidad por lo que en primer instancia sería factible determinar que la administración principal del negocio de VISTA se encontraba en Argentina y no en México ya que como señala el artículo 9 del Código Fiscal de la Federación, la residencia fiscal no se determina en función de las leyes bajo las

cuales se crea una sociedad sino en donde se lleva a cabo la administración principal del negocio, es decir, donde se encuentren ubicadas las personas que toman las decisiones de administración y de control de la entidad respectiva.

En el caso particular, el patrocinador y su equipo administrativo cambiaron de residencia personal a México para evitar dar pie a que la autoridad tributaria en Argentina quisiera atraer a este país las utilidades generadas por VISTA y pretender gravar la renta de dicha sociedad en Argentina, zanjando de manera definitiva la disyuntiva de si la residencia fiscal de VISTA se consideraba en México o Argentina.

En el caso de PROMECAP, el análisis es más claro ya que todo el personal del patrocinador era de nacionalidad mexicana, habitaba en México y laboraba en este país. Por lo tanto, se consideró que la administración principal del negocio se encontraba en México y se determinó que PROMECAP era residente para efectos fiscales en dicho país.

Como residentes fiscales en México, las SPAC se encuentran obligadas al pago del impuesto sobre la renta en línea con lo previsto en el artículo 1, fracción I y, por consiguiente, el Título II “De las Personas Morales” de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

Si bien las SPAC deben ser registradas ante la autoridad hacendaria como sociedades anónimas de capital variable, personas morales residentes en México, una vez que se lleva a cabo la oferta de las unidades entre el gran público inversionista, las SPAC tienen que modificar su régimen de capital en términos del artículo 22 de la Ley del Mercado de Valores y, en consecuencia, deberán presentar aviso ante la autoridad fiscal para modificar su régimen de capital ante el Registro Federal de Contribuyentes de conformidad con el artículo 27 del Código Fiscal de la Federación y los artículos 29 y 30 del Reglamento del Código Fiscal de la Federación.

El aviso de cambio de régimen de capital debe presentarse dentro del mes siguiente a la protocolización del cambio de modalidad, acompañando el instrumento notarial donde conste el citado cambio.

El trámite está regulado por la ficha de trámite 79/CFF del Anexo 1-A de la Resolución Miscelánea Fiscal vigente.

3.2 EFECTOS FISCALES EN LA OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES

A continuación, nos adentraremos a un análisis a fondo de las implicaciones fiscales que se observan en las SPAC al momento de llevar a cabo la oferta pública de sus acciones, que, como veremos, tiene diferencias significativas respecto de aquellas aplicables a una oferta pública tradicional.

3.2.1 Para el Impuesto sobre la Renta

Recordemos que las SPAC son compañías de cascarón por lo que en principio uno pudiera pensar que estas sociedades no tienen implicaciones fiscales otras que las consideraciones citadas en el subcapítulo anterior. Sin embargo, es de llamar la atención el sinnúmero de consideraciones fiscales que este tipo de vehículos pueden tener y, por desgracia, sin contar con un marco regulatorio en materia fiscal específico.

No somos ajenos a que la legislación no puede (ni está prevista para ello) regular cada situación particular y para ello hay que allegarnos de fuentes de interpretación adicionales y atender cuestiones de derecho comparado para entender más acerca de la situación jurídica de hecho ante las cuales nos encontramos.

Sobre lo anterior, encontramos diversas similitudes en cuanto a las consideraciones fiscales aplicables a una SPAC en los Estados Unidos y en México, sin hacer a un lado a las SPAC que han surgido en Europa, principalmente en Países Bajos y Luxemburgo, pero es muy importante enfatizar que ninguna de estas jurisdicciones tiene un marco regulatorio fiscal específico, sino que hay que atender a las diversas disposiciones según resulten aplicables al caso particular.

En este sentido, hay que irnos pasos atrás y recordar que los recursos captados mediante la oferta pública inicial, si bien son recibidos en pesos mexicanos, se determinó que dichos recursos serían convertidos a dólares americanos por múltiples cuestiones todas ellas ajenas, desde luego, a consideraciones fiscales, y más enfocadas a razones de negocio y protección del valor del dinero de los inversionistas.

Los recursos captados en la oferta pública inicial, como se ha explicado, no son depositados en las cuentas bancarias de las SPAC, sino que son depositados en las cuentas de escrow en el extranjero hasta en tanto se lleva a cabo la combinación inicial de negocios.

Si bien los recursos se encuentran depositados en una cuenta de escrow a través de un fideicomiso creado de manera específica para servir como custodio, el beneficiario de los recursos y sus rendimientos es la SPAC y aquí es donde nos encontramos con la primera complejidad en la estructuración de una SPAC en México.

Como persona moral residente en México, las SPAC están obligadas a acumular los ingresos que generen ya sea en efectivo, en bienes, en crédito o servicios, según corresponda. De manera particular, la Ley del Impuesto sobre la Renta señala que los intereses serán ingresos acumulables conforme se devenguen.

En línea con lo anterior, la legislación fiscal señala que la fluctuación cambiaria, ganancia o pérdida, según corresponda, tendrá el mismo tratamiento que la ley otorga a los intereses. Por lo tanto, las SPAC deberán reconocer el efecto de la fluctuación cambiaria que se deriva de mantener recursos depositados en dólares americanos de manera indirecta en las cuentas de escrow en el extranjero.

Al no haber un marco regulatorio fiscal específico para las SPAC, el efecto fiscal de mantener los recursos captados en la oferta pública inicial en moneda extranjera conlleva que las SPAC tuvieran que tributar sobre ingresos “fantasma” sin tener una ganancia realizada y sin haber llevado a cabo actividad alguna porque

recordemos que el mero objetivo de las SPAC es servir como empresa cascarón hasta en tanto se haya identificado la empresa objetivo con la cual se llevaría a cabo la combinación inicial de negocios.

Esta situación es de gran relevancia dados los montos que se captan del gran público inversionista ya que el más mínimo efecto de devaluación del peso mexicano frente al dólar americano pudiera generar un impacto fiscal relevante a cargo de las SPAC lo cual pudiera desincentivar la creación de este tipo de vehículos en el mercado financiero mexicano.

Cabe señalar que la legislación fiscal aplicable en México no permite que los contribuyentes utilicen una moneda distinta al peso mexicano a efectos de calcular los impuestos a su cargo. Caso distinto sucede en otras jurisdicciones, principalmente en Europa, donde países como Países Bajos o España si permiten que los contribuyentes elijan la moneda que deberá regir sus obligaciones fiscales con independencia de la moneda funcional respecto de la cual se lleve la contabilidad de tales contribuyentes.

En este orden de ideas, el artículo 1, fracción VIII, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a Emisoras de Valores y a Otros Participantes del Mercado de Valores⁴⁴ establece que se entenderá por “estados financieros” al estado de situación financiera, estado del resultado integral, estado de cambios en el capital contable o patrimonio y estado de flujos de efectivo, incluyendo las notas correspondientes, de una emisora o de una entidad que de conformidad con la Ley del Mercado de Valores y las disposiciones de dicha circular deba presentarlos a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a la bolsa de valores que corresponda o al público inversionista, preparados de conformidad con lo dispuesto por los artículos 78, 78 Bis, 78 Bis 1, 79 y 81 de dichas disposiciones, según corresponda.

⁴⁴ <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores.pdf>

Conforme a la Circular Única de Emisoras, los estados financieros deberán ser elaborados de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera, así como dictaminados por contador externo cuando así corresponda.

En este sentido, si bien en México las operaciones de entidades del mercado bursátil como las SPAC se rigen de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera, para efectos fiscales insisto no es posible considerar lo reflejado en la contabilidad sino que debe atenderse a lo previsto desde el punto de vista legal, lo cual nos lleva a situaciones absurdas como el tener que pagar impuesto sobre la renta por el simple y solo hecho de tener efectivo en moneda distinta al peso mexicano.

Reitero, esta situación ha desincentivado, junto con otros factores tales como la percepción de los inversionistas respecto del estado de derecho en México, del tamaño del mercado bursátil en México, entre otros, la creación de las SPAC en México.

Retomando nuestro análisis debemos referir:

Como mencionamos en el capítulo anterior, parte estructural de las SPAC en México son las Resoluciones de Accionistas que dan vida al gobierno no solo corporativo de las SPAC sino en general a todas las operaciones de éstas en México.

En este sentido, dichas Resoluciones fueron muy claras al señalar que los recursos captados en la oferta pública inicial serían considerados para efectos legales como (i) aportación en el capital social variable del SPAC y (ii) como aportaciones para futuros aumentos de capital.

No obstante, que para efectos legales se hubiere determinado que los recursos fueran reconocidos desde el punto de vista legal como aportaciones de capital y como aportaciones para futuros aumentos de capital, desde el punto de vista contable el tratamiento fue otro, generando una diferencia significativa entre lo que debe reconocerse y el tratamiento que se debe dar a una partida específica desde los puntos de vista legal y contable.

En este sentido, los Recursos podrán ser considerados como aportaciones presentes y futuras de capital de conformidad con lo previsto en las Resoluciones, o bien, como un pasivo financiero según sea determinado con base en las NIIF.

Es aquí donde surge la segunda complicación y donde merece la pena hacer referencia a lo dispuesto por la regla 2.8.1.5. de la Resolución Miscelánea Fiscal. Entre otras cosas, dicha regla señala que para efectos de la misma “se entenderá que la información contable será aquella que se produce de acuerdo con el marco contable que aplique ordinariamente el contribuyente en la preparación de su información financiera, o bien, el marco que esté obligado aplicar por alguna disposición legal o normativa, entre otras, las Normas de Información Financiera (NIF), los principios estadounidenses de contabilidad "United States Generally Accepted Accounting Principles" (USGAAP) o las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS por sus siglas en inglés) y en general cualquier otro marco contable que aplique el contribuyente⁴⁵.

Como se desprende de lo previsto por dicha regla, si bien las disposiciones fiscales reconocen que la información contable deberá producirse de acuerdo con el marco contable que los contribuyentes están obligados a seguir, dicho marco únicamente funge como base para determinar la técnica contable que servirá para la preparación y presentación de los estados financieros de las SPAC, sin que ello derive en una alteración de la forma jurídica y de la voluntad de las partes.

Por tanto, para efectos de la celebración de actos jurídicos de naturaleza mercantil y demás consideraciones fiscales para las cuales no se requiera la remisión expresa al reconocimiento contable, deberá atenderse a la forma jurídica determinada la cual tiene su base en las Resoluciones de Accionistas adoptadas por los inversionistas de las SPAC al momento de aportar los recursos provenientes de la oferta pública de acciones como aumento de capital en la parte fija y como aportaciones para futuros aumentos de capital.

⁴⁵ Resolución Miscelánea Fiscal para 2023
http://omawww.sat.gob.mx/normatividad_RMF_RGCE/Paginas/novedades_normativas_2023.htm,
[consulta: junio de 2023]

Esta disparidad entre lo legal y contable para efectos fiscales ha sido una discusión que siempre ha existido entre los profesionistas del medio ya que suele creerse que la base de los impuestos es contable y se deja de reconocer que la fuente de éstos es legal y por tanto es imperativo reconocer esta situación ya que el no hacerlo pudiera llevar a resultados no deseados en caso de necesitar defender ante los tribunales competentes las posturas fiscales que los contribuyentes van tomando de tiempo en tiempo y de particular relevancia tratándose de las SPAC cuando éstas captan cantidades muy significativas de recursos y no a nivel privado sino a nivel público lo cual lo hace mucho más relevante ya que están de por medio los intereses y la certeza jurídica del gran público inversionista.

Ahora, esta disparidad referida, tiene otras connotaciones; ejemplo: ¿qué pasa con la Cuenta de Capital de Aportación? Recordemos que la Cuenta de Capital de Aportación es la cuenta que todos los contribuyentes personas morales residentes en México deben llevar la cual mantiene el registro de las aportaciones de capital efectuadas por los socios o accionistas de las entidades y de los reembolsos de capital efectuados por dichas entidades a favor de sus socios o accionistas, entre otros.

Si la conclusión fuese que el tratamiento contable de los recursos es aquel que debiera imperar respecto del tratamiento fiscal aplicable a las SPAC, llegaríamos al absurdo de no contar con un saldo de Cuenta de Capital de Aportación en las SPAC lo cual generaría un impacto fiscal muy gravoso a la hora de llevar a cabo los reembolsos de capital a favor de los inversionistas que decidieren retirarse de la combinación inicial de negocios tal como veremos más adelante.

Por tanto, las SPAC deberán en todo caso reconocer el monto de capital aportados por los inversionistas, tal como lo prevén las Resoluciones de Accionistas, como saldo correspondiente de la Cuenta de Capital de Aportación.

Ahora bien, como personas morales residentes para efectos fiscales en México, las SPAC están obligados a pagar el impuesto sobre la renta a la tasa del 30% que deberá aplicarse al resultado fiscal del ejercicio fiscal que corresponda.

Los ejercicios fiscales de conformidad con la legislación fiscal aplicable en México, en específico, conforme al artículo 11 del Código Fiscal de la Federación⁴⁶, coincidirán con el año calendario, esto es, darán inicio el 1 de enero o el día en que la persona moral que corresponda inicie sus actividades en caso de que sea un día distinto al 1 de enero y concluirán el 31 de diciembre del año calendario de que se trate.

El resultado fiscal se determina, conforme a lo dispuesto en el artículo 9 de la Ley del Impuesto sobre la Renta⁴⁷, disminuyendo de los ingresos acumulables del ejercicio, las deducciones autorizadas, la participación de los trabajadores en las utilidades de la empresa que haya sido efectivamente pagada y, en su caso, las pérdidas fiscales de ejercicios anteriores que se encuentren pendientes de amortizar.

Como es de esperarse, las implicaciones fiscales para las SPAC, previo a llevar a cabo la combinación inicial de negocios son relativamente menores, pero como he explicado de manera reiterativa, ante la falta de reglas claras y considerando los montos que están en juego, el impacto se vuelve muy relevante.

En primer lugar, están los rendimientos que se obtienen de la inversión de los recursos en U.S. Treasury Bills cuando dichos recursos se encuentran en custodia en las cuentas de escrow en el extranjero. Estos rendimientos tienen el tratamiento de intereses de conformidad con el artículo 8 de la Ley del Impuesto sobre la Renta⁴⁸ el cual señala que deberá entenderse por intereses cualquier rendimiento de crédito sea cual sea el nombre con el que se le designe.

A continuación, se transcribe el artículo 8⁴⁹ en lo que hace a la parte que interesa:

⁴⁶ Código Fiscal de la Federación, 2022, [en línea], <diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CFF.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁴⁷ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁴⁸ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁴⁹ Ídem

<p><i>“Se consideran intereses, cualquiera que sea el nombre con que se les designe, a los rendimientos de cualquier clase. Asimismo, se entiende que, entre otros, son intereses: “los rendimientos de la deuda pública, de los bonos u obligaciones, incluyendo descuentos, primas y premios; los premios de reportos o de préstamos de valores; el monto de las comisiones que correspondan con motivo de apertura o garantía de créditos; el monto de las contraprestaciones correspondientes a la aceptación de un aval, del otorgamiento de una garantía o de la responsabilidad de cualquier clase, excepto cuando dichas contraprestaciones deban hacerse a instituciones de seguros o fianzas; la ganancia en la enajenación de bonos, valores y otros títulos de crédito, siempre que sean de los que se colocan entre el gran público inversionista...”</i></p>	<p>Como se observa de la definición de intereses prevista por el artículo 8 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, la definición de intereses es sumamente amplia con el objetivo de atraer las rentas generadas por los contribuyentes y de manera específica los rendimientos generados por la inversión de deuda pública como lo son los U.S. Treasury Bills que son bonos emitidos por el Gobierno Federal de los Estados Unidos.</p>
---	---

En segundo lugar, está el efecto de la fluctuación cambiaria de los recursos que han sido convertidos de pesos mexicanos a dólares americanos.

Considerando que la fluctuación cambiaria tiene el tratamiento de interés de conformidad con el artículo 8 de la Ley del Impuesto sobre la Renta⁵⁰, la fluctuación cambiaria deberá reconocerse conforme se devenga.

La falta de claridad en cuanto al efecto de devengo en la fluctuación cambiaria ha llevado a multiplicidad de interpretaciones respecto de como calcular el efecto de la fluctuación cambiaria ya sea para efectos de considerar el monto que debe considerarse como ingreso acumulable, o bien, para efectos de considerar el monto que debe considerarse como deducción autorizada.

Las posturas van desde las más agresivas consistentes en no tomar el efecto positivo sino hasta final del ejercicio fiscal, hasta considerar solamente el efecto neto del mes para efectos de calcular el ingreso que deberá reconocerse dentro de los pagos provisionales del impuesto sobre la renta.

En esta misma línea de falta de claridad, la opinión generalmente aceptada es que si tenemos un derecho de crédito denominado en moneda extranjera, visto éste como un activo en los estados financieros de la sociedad que corresponda, y el peso mexicano se devalúa frente a dicha moneda, es decir, en caso de que el tipo de cambio referido a dicha moneda extranjera aumente, se considerará en este caso que la sociedad genera un ingreso acumulable ya que ahora por los mismos pesos mexicanos que tenía en un inicio, tiene la facultad de obtener más pesos mexicanos al momento de convertir los recursos denominados en moneda extranjera a pesos mexicanos.

Como decía, la ganancia cambiaria, en este caso, se debe reconocer como ingreso acumulable no obstante el contribuyente no realice dicha ganancia por lo que las SPAC generan efecto fiscal por el solo hecho de mantener recursos denominados en moneda extranjera en las cuentas de escrow.

⁵⁰ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

Ahora, ¿qué pasa con los recursos que legalmente se determinó que fueran considerados como aumento de capital y como aportaciones para futuros aumentos de capital?

Ya dijimos que por lo que hace a la parte que se considera aumento de capital, ésta constituirá saldo de la Cuenta de Capital de Aportación y no tendrá consecuencias adicionales, pero no podemos dejar de lado el efecto que tiene en las SPAC la parte de las aportaciones para futuros aumentos de capital.

Antes de continuar, es importante recalcar que la figura de las aportaciones para futuros aumentos de capital no está regulada en la legislación mercantil aplicable, por lo que de nueva cuenta nos encontramos con una disparidad entre lo legal y lo contable ya que en las SPAC en México se ha determinado que los recursos que se aportan a éstas calificarán como aportaciones para futuros aumentos de capital, pero desde el punto de vista contable tenemos que independientemente de la naturaleza legal que se determine a los recursos obtenidos en la oferta pública inicial, todos estos serán considerados como un pasivo financiero dadas, en primer lugar, las características de los títulos que amparan la aportación de tales recursos y, en segundo lugar, las obligaciones asumidos por las SPAC vis-a-vis los inversionistas.

La siguiente pregunta es obligatoria: ¿las SPAC, entonces, para efectos de determinar la fluctuación cambiaria, deberán considerar que los recursos corresponden a aportaciones para futuros aumentos de capital o que corresponden a un pasivo financiero?

La situación pareciera complicarse aun más cuando la base de cálculo de los impuestos son en todo momento los estados financieros que, en el caso particular de las SPAC, no solo no van a reflejar la parte conducente a las aportaciones para futuros aumentos de capital (dos tercios de los recursos obtenidos en la oferta pública inicial) sino que la totalidad de los recursos sería considerada como un pasivo financiero.

El considerar que todos los recursos representan un pasivo financiero, registrado de esa manera en los estados financieros, llevaría a que las SPAC puedan -¿o deban?- calcular el efecto de la fluctuación cambiaria respecto de dicho saldo.

En este supuesto, el efecto de acumulación de ingresos que tendría la devaluación del peso mexicano respecto del dólar americano se compensaría con el efecto de deducción que se daría con motivo de la devaluación de nuestra moneda, generando por tanto un impacto neto para efectos de la determinación del impuesto sobre la renta del ejercicio. Cabe señalar que no hay disposición expresa en la ley que establezca la mecánica aplicable para la determinación del efecto cambiario por lo que se debe interpretar la ley y por analogía debería considerarse que al tener el mismo tratamiento de interés, la ganancia o pérdida cambiaria se genera conforme a devengo y eso implica reconocer la fluctuación positiva o negativa que pudiera tener el peso mexicano respecto del dólar americano⁵¹.

Por su parte, en caso de considerar que los recursos de la oferta pública inicial representan únicamente en dos terceras partes una aportación para futuros aumentos de capital, deberemos primero determinar si las aportaciones para futuros aumentos de capital califican como un pasivo o no. Recordemos que las aportaciones para futuros aumentos de capital no están reguladas en la legislación aplicable, por tanto, me queda la duda de si se podría aplicar de manera supletoria las normas de información financiera que las disposiciones del Código Fiscal de la Federación son muy claras que para efectos fiscales será aplicable de manera supletoria las disposiciones del derecho federal común más no disposiciones de carácter técnico aplicables en materia contable.

Todo ello no hace más que generar mayor incertidumbre a la hora de constituir una SPAC en México; eso si, importante reiterar que este efecto tendrá su mayor impacto hasta en tanto se lleve a cabo la combinación inicial de negocios ya que como mencionaré más adelante, una vez que se lleve a cabo la combinación

⁵¹ Artículo 8 y 18, fracción IX de la Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

inicial de negocios, las SPAC deberán reembolsar las cantidades que correspondan a los inversionistas que ejerzan su derecho de retiro, mientras que por otro lado, las cantidades que correspondan a los inversionistas que sí aprueben la combinación inicial de negocios serán utilizadas para llevar a cabo la inversión correspondiente y por tanto serán capitalizadas.

Otro aspecto importante a considerar es el relativo a la cobertura cambiaria que se prevé a través de las Resoluciones de Accionistas, donde se prevé la posibilidad para las SPAC de contratar una cobertura que otorgue protección a los inversionistas en el caso de una eventual devaluación del peso mexicano frente al dólar americano a fin de que los reembolsos que, en su caso, reciban dichos inversionistas sean equivalentes al monto en dólares americanos aportados al momento en que se llevó a cabo la oferta pública inicial. Todo lo expuesto no lleva a plantearnos:

¿Cuál es el objetivo detrás de esta cobertura cambiaria?

Esta figura constituye una novedad y representa una diferencia entre las SPAC de los Estados Unidos y las SPAC que han sido creadas en México y pareciera que el objetivo de ésta es, precisamente, servir como un balance entre el efecto cambiario que pudiera tener la apreciación del derecho de crédito o activo denominado en moneda extranjera de las SPAC y por otro lado, al tener una obligación o pasivo en moneda extranjera de la SPAC con los accionistas, nulificar el efecto cambiario.

Ahora veamos cual es el efecto fiscal de esta cobertura cambiaria.

La legislación fiscal prevé un marco regulatorio aplicable a las operaciones financieras derivadas en los artículos 16-A, 16-B y 16-C del Código Fiscal de la Federación, así como en los artículos 20 y 21 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, de manera general.

De conformidad con el artículo 16-A del Código Fiscal de la Federación⁵², se entiende por operaciones financieras derivadas, entre otras, *“aquéllas referidas a un indicador o a una canasta de indicadores, de índices, precios, tasas de interés, tipo de cambio de una moneda, u otro indicador que sea determinado en mercados reconocidos, en las que se liquiden diferencias entre su valor convenido al inicio de la operación y el valor que tengan en fechas determinadas.”*.

De conformidad con el artículo 16-C del Código Fiscal de la Federación⁵³, para los efectos del artículo 16-A del mismo ordenamiento legal, tratándose de operaciones financieras derivadas referidas a al tipo de cambio de una moneda, *“se entenderá que los instrumentos subyacentes se negocian o determinan en un mercado reconocido cuando la información respecto de dichos indicadores sea del conocimiento público y publicada en un medio impreso, cuya fuente sea una institución reconocida en el mercado de que se trate.”*.

De manera particular, la regla 2.1.11. de la Resolución Miscelánea Fiscal señala lo siguiente⁵⁴:

<p>“Regla 2.1.11. Para los efectos de los artículos 16-A del CFF y 20 de la Ley del ISR, así como de las demás disposiciones aplicables, se consideran operaciones financieras derivadas de capital, entre otras, las siguientes:</p> <p>I. Las de cobertura cambiaria de corto plazo y las operaciones con futuros de divisas celebradas</p>	<p>La referida regla aclara, por si había dudas, que aquellas operaciones de cobertura cambiaria de corto plazo califican como operaciones financieras derivadas de capital para efectos fiscales y que por lo tanto tendrán el estarán a lo dispuesto por el artículo 20 de la Ley del Impuesto sobre la Renta.</p>
---	--

⁵² Código Fiscal de la Federación, 2022, [en línea], <diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CFF.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁵³ Ídem

⁵⁴ Resolución Miscelánea Fiscal para 2023 http://omawww.sat.gob.mx/normatividad_RMF_RGCE/Paginas/novedades_normativas_2023.htm, [consulta: junio de 2023]

conforme a las circulares emitidas por el Banco de México.

II. Las realizadas con títulos opcionales "warrants", celebradas conforme a lo previsto en las circulares emitidas por la CNBV.

III. Los futuros extrabursátiles referidos a una divisa o tipo de cambio que conforme a las prácticas comerciales generalmente aceptadas se efectúen con instrumentos conocidos mercantilmente con el nombre de "forwards", excepto cuando se trate de dos o más "forwards" con fechas de vencimiento distintas, adquiridos simultáneamente por un residente en el extranjero y la operación con el primer vencimiento sea una operación contraria a otra con vencimiento posterior, de tal modo que el resultado previsto en su conjunto sea para el residente en el extranjero equivalente a una operación financiera derivada de tasas de interés por el plazo entre las fechas de vencimiento de las operaciones "forwards" referidas a la divisa. En este caso, se entenderá que el conjunto de operaciones

<p>corresponde a una operación financiera derivada de deuda, entre las otras descritas en el segundo párrafo de esta regla.</p>	
--	--

...”

De las disposiciones antes transcritas, se puede desprender que la cobertura cambiaria celebrada entre las SPAC y los accionistas califica como una operación financiera derivada de capital para efectos fiscales al ser una operación financiera derivada referida al tipo de cambio de una moneda, es decir, dólares americanos y pesos mexicanos, mismas que son de conocimiento público y publicadas en medios impresos, cuya fuente son instituciones financieras que son instituciones reconocidas en el mercado financiero.

Concluido que la cobertura cambiaria califica como una operación financiera derivada de capital para efectos fiscales, resulta imperativo entender como se calcula el efecto fiscal de estas operaciones.

En este sentido, el artículo 20, fracción VIII, de la Ley del Impuesto sobre la Renta señala lo siguiente⁵⁵:

“En el caso de operaciones financieras derivadas, se determinará la ganancia acumulable o la pérdida deducible, conforme a lo siguiente:

...

VIII. La ganancia acumulable o la pérdida deducible de las operaciones financieras derivadas referidas al tipo de cambio de una divisa, se determinará al cierre de cada ejercicio, aun en el caso de que la operación no haya sido ejercida en virtud de que su fecha de vencimiento corresponde a un ejercicio posterior. Para estos efectos, la pérdida o la utilidad se determinará

⁵⁵ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

considerando el tipo de cambio del último día del ejercicio que se declara, que se publique en el Diario Oficial de la Federación.

...”

Como se puede observar, el tratamiento fiscal aplicable a la cobertura cambiaria básicamente replica el mismo tratamiento que resultaría aplicable de no contar con la cobertura cambiaria si los recursos considerados por las SPAC como aumento de capital hubiesen sido reconocidos como cualquier otro pasivo.

Conforme a lo anterior, surgen las siguientes interrogantes: ¿se puede considerar que hay una razón de negocios válida detrás de la negociación de una cobertura cambiaria de la SPAC? ¿quién es la contraparte de la SPAC en la cobertura cambiaria? ¿la cobertura cambiaria pudiera entenderse como una simulación?

Entiéndase la simulación como la declaración de un contenido de voluntad no real, emitida conscientemente por las partes, para producir con fines de engaño la apariencia de un negocio jurídico que no existe o es distinto a aquel que realmente se llevó a cabo.

Por tanto, un negocio simulado no responde a la verdad, tiene sólo una apariencia contraria a la realidad. Generalmente la simulación tiene un fin ilícito, porque se emplea ya sea para defraudar a terceros o para violar la ley⁵⁶.

La simulación de actos jurídicos está regulada en el Código Civil Federal el cual señala que un acto es simulado cuando las partes declaran o confiesan falsamente lo que en realidad no ha pasado o no se ha convenido entre ellas. Se prevén dos tipos de simulación: absoluta y relativa.

La simulación absoluta es aquella donde el acto simulado no tiene nada de real, mientras que la simulación relativa es aquella donde se da una falsa apariencia que oculta el verdadero carácter de un acto. Al tener tal carácter, la simulación

⁵⁶Instituto de Investigaciones Jurídicas, *De la simulación de los actos jurídicos*, México, UNAM, p. 241 <https://archivos.juridicas.unam.mx/www/bjv/libros/4/1783/9.pdf>

relativa puede ser nulificada por los terceros perjudicados cuando se comete en transgresión de la ley o en perjuicio de la autoridad fiscal.

Por lo que hace en materia fiscal, la simulación es tipificada como un delito de defraudación fiscal de conformidad con lo previsto en el artículo 108 del Código Fiscal de la Federación, el cual se transcribe en su parte conducente:

“Comete el delito de defraudación fiscal quien, con uso de engaños o aprovechamiento de errores, omita total o parcialmente el pago de alguna contribución u obtenga un beneficio indebido con perjuicio del fisco federal.

(...)

(énfasis añadido)

De la misma forma, el evitar el pago de impuestos cuando efectivamente deben ser pagados, se conoce como evasión fiscal. La evasión fiscal es una figura jurídica que consiste en una omisión de pago de impuestos de manera voluntaria por parte de la persona que se encuentra obligado por ley a llevarlo a cabo y está contemplado de manera específica en el artículo 108 del Código Fiscal de la Federación⁵⁷.

La defraudación entonces se entiende como el uso de engaños o el aprovechamiento de equivocaciones para omitir total o parcialmente el pago de impuestos, e incluso obtener un beneficio indebido de él. Esta práctica indebida es muy común en los contribuyentes, ya que a pesar de estar conscientes de que deben cumplir con su obligación tributaria, por su propia voluntad deciden no pagar y con ello generan una afectación al fisco.

En cuanto a la elusión fiscal, los Tribunales han reconocido que se trata de un fenómeno distinguido por el uso de actos, contratos, negocios y mecanismos legales que tiene como fin aminorar el pago de los tributos⁵⁸, ya que la elusión se

⁵⁷ Código Fiscal de la Federación, 2022, [en línea], <diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CFF.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁵⁸ Anexo 5 Regla general “Anti-abuso”, Artículo 5-A del Código Fiscal de la Federación, 2019, p. 1.

basa en evitar de alguna forma una dificultad u obligación, intentando no aplicar una norma amparándose en otra, es decir, se aprovecha del vacío de la ley, porque al no encontrarse regulado específicamente, se saca ventaja de no pagar el impuesto.

A diferencia de la evasión donde los contribuyentes simplemente deciden por voluntad propia omitir el pago de impuestos, la elusión fiscal se basa en actos jurídicos tendientes a encontrar una posición más favorable en cuestión del pago de impuestos que, de otra manera, no hubiera sido aplicable.

De esta manera se dio entrada a la creación de una figura que permita a las autoridades fiscales contar con los medios de identificar actos de elusión fiscal que los contribuyentes llevan a cabo con el mero fin de aprovechar lagunas en la ley o crear estructuras de manera artificiosa con el simple objetivo de conseguir un beneficio fiscal.

En este sentido, es de singular relevancia lo previsto en el artículo 5-A del Código Fiscal de la Federación el cual prevé lo siguiente:

“Los actos jurídicos que carezcan de una razón de negocios y que generen un beneficio fiscal directo o indirecto, tendrán los efectos fiscales que correspondan a los que se habrían realizado para la obtención del beneficio económico razonablemente esperado por el contribuyente.”

(énfasis añadido)

Conforme a lo previsto en el primer párrafo del artículo 5-A del Código Fiscal de la Federación, se desprende que la autoridad fiscal, haciendo uso de sus facultades de comprobación, tendrá la posibilidad de presumir que los actos jurídicos carecen de una razón de negocios derivado de los hechos y circunstancias particulares, así como de la valoración de los elementos, la información y documentación obtenidos durante el ejercicio de dichas facultades.

No obstante, es importante comprender lo que debe entenderse por “razón de negocios” antes de concluir la existencia o carencia de ésta. Sobre el particular, es importante señalar que no existe una definición del término “razón de negocios”

pero existen múltiples criterios que han sido emitidos de tiempo en tiempo por los tribunales.

Grosso modo, se reconoce que la razón de negocios es un elemento esencial que deberá ser analizado previo a que la autoridad determine la inexistencia o no de una operación en concreto que deberá analizarse de manera conjunta con todos los elementos existentes y como veremos más adelante, con información contemporánea, para determinar si existe o no razón de negocios en dicha operación⁵⁹.

De acuerdo con el mismo artículo 5-A, la autoridad fiscal podrá presumir que no existe una razón de negocios, cuando el beneficio económico cuantificable razonablemente esperado, sea menor al beneficio fiscal. Asimismo, la misma autoridad podría presumir que una serie de actos jurídicos carece de razón de negocios cuando el beneficio económico razonablemente esperado pudiera alcanzarse a través de la realización de un menor número de actos jurídicos y el efecto fiscal de estos hubiera sido más gravoso.

Se considera un beneficio económico razonablemente esperado, cuando las operaciones del contribuyente busquen generar ingresos, reducir costos, aumentar el valor de los bienes que sean de su propiedad o mejorar su posicionamiento en el mercado, entre otros. Para cuantificar dichos beneficios, se considerará la información contemporánea relacionada a la operación que sea objeto de análisis, incluyendo el beneficio económico proyectado, en la medida en que dicha información esté soportada y sea razonable.

La determinación y cuantificación del “beneficio económico razonablemente esperado” ha sido objeto de amplias discusiones y análisis ya que no hay reglas específicas que establezcan como debe determinarse este efecto, dejando al arbitrio de la autoridad la forma en que debiera determinarse éste.

⁵⁹ *Administrativa*, Octava Época, Año V, número 47, octubre 2020, p. 59. Tesis VIII-J-1aS-99, *Revista del Tribunal Federal de Justicia*

Aún está por verse como la autoridad fiscal aplicará la regla general anti-abuso prevista en el artículo 5-A del Código Fiscal de la Federación; sin embargo, es de llamar la atención la relación que puede tener la aplicación de esta regla con aquellas operaciones donde no haya un claro marco legal y fiscal ya que, en primer lugar, se deberá probar la razón de negocios y ante la falta de dicho marco legal tendería que probar la existencia de este término, lo que se vuelve aún más complicado. Asimismo, el hecho de tener que realizar un mayor número de operaciones como es el caso de la celebración de la cobertura cambiaria por parte de las SPAC podría poner en riesgo la razón de negocios y, por tanto, el que la autoridad fiscal Re caracterizara la operación y desconociera el efecto fiscal de neteo de los efectos cambiarios.

El objetivo de la cláusula, no sólo es evitar las prácticas indebidas de elusión o evasión fiscal, sino que también toma en cuenta la prevalencia del fondo sobre la forma, ya que con la reconfiguración de los efectos fiscales de los actos, se puede concluir que sobre la existencia se hace una operación y si esta tiene un carácter de lesividad hacia el fisco, se da la presunción, pues si una operación se realiza con el único fin de obtener un beneficio fiscal, sin tener como finalidad paralela la obtención de una utilidad, la autoridad tributaria o judicial podrá no reconocer el beneficio fiscal obtenido por considerar dicha operación como artificiosa o inexistente para efectos fiscales.

En adición al efecto de la fluctuación cambiaria, será necesario determinar otro de los denominados ingresos fantasma, tal es el caso del efecto inflacionario que deberá computarse para efectos fiscales toda vez que la legislación fiscal mexicana considera que la pérdida del valor del dinero por el transcurso del tiempo es un efecto que puede o no traer implicaciones importantes para los contribuyentes y más en el caso de un entorno altamente inflacionario como ha sido tradicionalmente el caso de la economía mexicana.

En este sentido, las SPAC están obligadas a determinar el efecto inflacionario por los créditos y deudas que tuvieran al final del ejercicio fiscal que corresponda.

Como es el caso de la fluctuación cambiaria, sale a colación el efecto práctico de la diferencia existente entre lo legal y lo contable que ocurre a nivel de las SPAC. Por tanto, las SPAC deberían considerar como crédito para efectos del ajuste anual por inflación el monto de los recursos denominados en moneda extranjera y depositados en las cuentas de escrow; sin embargo, queda la duda de si para efectos de la determinación de sus deudas, debería estar a lo dispuesto en las Resoluciones de Accionistas, o bien, a lo dispuesto por la normativa contable.

De estar a lo dispuesto por las Resoluciones de Accionistas, las SPAC deberán considerar como deuda la parte que corresponda a las aportaciones para futuros aumentos de capital, así como la cobertura cambiaria acordada por las SPAC. En el otro caso, deberán considerar como deuda el saldo del pasivo financiero reconocido en los estados financieros de conformidad con la normativa contable aplicable.

No existe criterio definido respecto de que postura tomar, pero como fue analizado anteriormente, creería que las SPAC deberían estar a lo dispuesto en las Resoluciones de Accionistas.

No deja de llamar la atención que esto pudiera derivar en complejidades adicionales y que la autoridad fiscal determinase que las SPAC por default caen en el supuesto de llevar dos contabilidades lo cual constituye una infracción en términos de las disposiciones fiscales aplicables.

Otro componente que es muy relevante para sociedades que emiten valores entre el gran público inversionistas son los gastos propios de la emisión de dichos valores como lo son las comisiones a los intermediarios financieros y los asesores legales y fiscales de la operación.

Sobre el particular, existe la duda sobre si los gastos de emisión deberían ser tratados como un gasto *per se*, o bien, como una inversión en términos de la Sección II del Capítulo II del Título II “De las Personas Morales” de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

Al respecto, el artículo 36, fracción V, de la Ley del Impuesto sobre la Renta señala que las comisiones y los gastos relacionados con la emisión de obligaciones o de cualquier otro título de crédito, colocados entre el gran público inversionista, o cualquier otro título de crédito de los señalados en el artículo 8 de la referida ley, se deducirán anualmente en proporción a los pagos efectuados para redimir dichas obligaciones o títulos, en cada ejercicio.

En el caso particular de las SPAC, como se ha reiterado en diversas ocasiones, la inversión se encuentra respaldada por acciones y títulos opcionales conocidos comúnmente como “warrants”, los cuales en primera instancia pudieran encuadrar dentro del supuesto de “cualquier otro título de crédito” y, por tanto, los gastos de emisión de las SPAC deberían deducirse conforme a la regla previsto en el referido artículo 36, fracción V, de la Ley del Impuesto sobre la Renta⁶⁰.

Sin embargo, no resulta del todo claro el momento en que deberá tomarse la deducción ya que el artículo 36, fracción V, de la Ley del Impuesto sobre la Renta señala a la letra que la deducción se tomará “en proporción a los pagos efectuados para redimir dichas obligaciones o títulos” lo que en principio pudiera resultar aplicable a obligaciones o bonos en general, pero que no resulta del todo claro cuales son aquellos pagos que las entidades hacen para redimir las acciones lo cual pudiera llevarnos al absurdo de pensar que hasta en tanto no se reembolsara el capital aportado por los inversionistas, respecto del cual se emitieron las acciones, las SPAC no podrían tomar la deducción de los gastos de emisión lo cual representa un riesgo mayor para estas sociedades ya que estos gastos son típicamente los gastos más significativos al momento de llevar a cabo la oferta pública inicial.

De nueva cuenta, esta incertidumbre jurídica es un factor que frena la inversión en las SPAC en México y que hasta en tanto no haya reglas claras respecto al tratamiento fiscal aplicable, entre muchos otros supuestos, no se espera que se incrementen este tipo de vehículos en el sistema financiero mexicano.

⁶⁰ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

Tratándose de la participación de los trabajadores en las utilidades de las empresas (“PTU”), las disposiciones aplicables en materia laboral, en concreto, el artículo 126 de la Ley Federal del Trabajo⁶¹, exceptúan del pago de la PTU a las sociedades de nueva creación como es el caso de las SPAC al momento de la oferta pública inicial y hasta el término de su primer ejercicio fiscal.

Respecto de los ejercicios subsecuentes, toda vez que no sería necesario que las SPAC contraten personal subordinado hasta en tanto no se concrete la combinación inicial de negocios, no se determinará PTU a cargo aun cuando existiera renta gravable positiva.

Es de esperarse que dentro del plazo que se tiene previsto para que las SPAC concreten la combinación inicial de negocios, es decir, los 18 meses o 24 meses, según corresponda, contados a partir de la fecha en que se lleve a cabo la oferta pública inicial, las SPAC generan pérdidas fiscales. Claro está, mucho dependerá del criterio tomado para determinar los efectos cambiarios e inflacionarios; sin embargo, con independencia del criterio adoptado pareciera que el resultado natural es que las SPAC generen pérdidas fiscales en este periodo.

Recordemos que se generan pérdidas fiscales cuando las deducciones autorizadas son mayores a los ingresos acumulables del ejercicio. La pérdida fiscal se deberá incrementar, en su caso, con la PTU pagada en el ejercicio fiscal que corresponda (correspondiente a la PTU generada en el ejercicio anterior) lo cual en el caso particular no sucedería hasta en tanto las SPAC concreten la combinación inicial de negocios.

En este sentido se cuenta con un plazo de 10 ejercicios fiscales para amortizar las pérdidas fiscales generadas en un ejercicio fiscal y se deberán ajustar por inflación desde que se obtuvieron y hasta que se amorticen según el procedimiento específico contenido en el artículo 57 de la Ley del Impuesto sobre la Renta.

⁶¹ Ley Federal del Trabajo, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/125_230421.pdf>, [consulta: junio de 2023].

Como se desarrollará más adelante, la existencia de estas pérdidas fiscales es un factor muy importante a considerar a la hora de llevar a cabo la combinación inicial de negocios que tal como se prevé en el artículo 57 de la Ley del Impuesto sobre la Renta⁶², el saldo de las pérdidas fiscales pendientes de amortizar no podrá ser transmitido por virtud de una fusión.

Por lo tanto, en caso de que la SPAC sea la sociedad que desaparece por virtud de la fusión, en su carácter de sociedad fusionada, las pérdidas fiscales que se hubieran generado en el periodo desde la oferta pública inicial y hasta que se concrete la combinación inicial de negocios desaparecerían y no podrían ser utilizadas por la empresa objetivo.

En cuanto a los pagos provisionales de impuesto sobre la renta, las SPAC están obligadas, como cualquier otra sociedad residente en México para efectos fiscales en México, a efectuar pagos provisionales por cuenta del impuesto sobre la renta anual.

Regla general, en el año de su constitución no estarán obligadas a efectuar pagos provisionales al no contar con coeficiente de utilidad bajo el cual determinar la utilidad fiscal respecto de la cual deba aplicarse la tasa de impuesto sobre la renta; sin embargo, a partir del segundo ejercicio fiscal y en la medida en que hubieren generado coeficiente de utilidad, sí deberán efectuar pagos provisionales mensuales de impuesto sobre la renta.

En el caso particular de las SPAC, toda vez que no llevan a cabo actividad alguna y en línea con lo descrito anteriormente, es de esperarse que el coeficiente de utilidad sea muy bajo, o bien, que no se genere incluso.

Lo descrito anteriormente son los que considero los aspectos fiscales más relevantes en materia del impuesto sobre la renta aplicables a las SPAC desde la

⁶² Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

fecha en que se lleve a cabo la oferta pública inicial y hasta en tanto se lleve a cabo la combinación inicial de negocios.

Ahora comentaré sobre los aspectos fiscales más relevantes en materia de impuesto al valor agregado que, si bien son menores en cuanto a consideraciones a tener en cuenta, lo cierto es que el impacto que el impuesto al valor agregado tiene en las sociedades en cuestión de flujo le otorga una importancia significativa en cualquier negocio y las SPAC no son la excepción.

3.2.2 En el Impuesto al Valor Agregado

Primero, es importante advertir que lo que pudiera resultar ser el impacto más significativo en materia de impuesto sobre la renta como lo son los efectos cambiarios e inflacionarios, no lo es para efectos del impuesto al valor agregado ya que ambos conceptos no constituyen actos o actividades por los cuales se deba pagar el impuesto que nos ocupa.

Con esto en mente, pasamos a los gastos de emisión que ya analizamos con anterioridad en el apartado anterior.

Estos gastos de emisión son incurridos por las SPAC con proveedores de servicios tanto nacionales como extranjeros lo cual tiene implicaciones diversas para efectos del impuesto al valor agregado.

En primer lugar, en el caso de servicios prestados por proveedores de servicios residentes en México, éstos deberán trasladar el impuesto al valor agregado correspondiente a las SPAC a fin de que dichos proveedores estén en posibilidad de enterar el impuesto correspondiente a la autoridad fiscal. Este es el caso general y no hay mayores consecuencias, hasta ahora.

Por lo que hace a los servicios prestados por proveedores de servicios residentes en el extranjero, se estará a lo dispuesto en los artículos relativos al Capítulo de Importación de Bienes y Servicios previsto en la Ley del Impuesto al Valor Agregado.

En tal caso, el artículo 24, fracción V, de la Ley del Impuesto al Valor Agregado⁶³ señala que se considera importación de servicios el aprovechamiento de servicios independientes cuando se presten por no residentes en el país.

Por su parte, el artículo 50 del Reglamento de la Ley del Impuesto al Valor señala que para los efectos de lo dispuesto en el artículo 24 antes citado, aquellos contribuyentes que importan servicios por los que se deba pagar el impuesto al valor agregado, podrán efectuar el acreditamiento del mismo en la misma declaración de pago mensual a que correspondan dichas importaciones.

¿Qué significa esto? Básicamente, es una facilidad prevista para que los contribuyentes del impuesto al valor agregado trasladen y acrediten en un mismo periodo (en un mismo mes) el impuesto correspondiente y con esto evitar la salida de flujo que en la operación del día a día pudiera ser relevante para los contribuyentes. Este efecto es el denominado “IVA Virtual”.

No obstante lo anterior, para efectos de que el IVA causado por los importadores de servicios, como es el caso de las SPAC tratándose de servicios prestados por no residentes en México, califique como IVA Virtual, es necesario que se cumplan los requisitos de acreditamiento previstos en la Ley del Impuesto al Valor Agregado.

En este sentido, las SPAC deberán cumplir con los requisitos previstos en el artículo 5 de la Ley del Impuesto al Valor Agregado a efectos de que no solo el impuesto al valor agregado causado en la importación califique como IVA Virtual, sino para que también el impuesto al valor agregado trasladado por proveedores de servicios nacionales sea acreditable.

En términos generales, para que el impuesto al valor agregado sea acreditable, se deberá cumplir con los siguientes requisitos:

⁶³ Ley del Impuesto al Valor Agregado, 2022, [en línea], <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf_mov/Ley_del_Impuesto_al_Valor_Agregado.pdf>, [consulta: junio de 2023].

- Que las erogaciones por las cuales se traslade el impuesto al valor agregado sean erogaciones deducibles en términos de la Ley del Impuesto sobre la Renta;
- Que el impuesto al valor agregado haya sido trasladado expresamente y por separado en los comprobantes fiscales respectivos;
- Que el impuesto al valor agregado haya sido efectivamente pagado; y
- Que el impuesto al valor agregado que haya sido trasladado corresponda a erogaciones que se efectúen o inversiones que se realicen para llevar a cabo actividades gravadas para efectos del impuesto al valor agregado.

Como es de esperarse, dado que las SPAC no realizan actividad alguna que estuviera gravada en términos del impuesto al valor agregado, es muy probable que no pudieran considerar el impuesto al valor agregado trasladado por proveedores nacionales como un impuesto acreditable y que el impuesto al valor agregado causado en la importación de servicios prestados por no residentes en México no calificara como IVA Virtual, representando un costo importante para las SPAC en este sentido.

Nuevamente, la falta de un marco regulatorio específico en materia fiscal, o bien, incentivos o estímulos para este tipo de vehículos, desinhibe la creación o levantamiento de las SPAC en México generando una falta importante de alternativas de inversión en el mercado financiero mexicano.

3.3 EFECTOS FISCALES EN LA COMBINACIÓN INICIAL DE NEGOCIOS

Ahora pasamos a los efectos fiscales que se detonan al momento de llevar a cabo la combinación inicial de negocios bajo la figura de la fusión inversa que comentamos líneas arriba. Como se verá, son muchas las implicaciones que se detonan al momento de completar el proceso de la combinación ya que de manera simultánea concurren múltiples actos corporativos que tienen implicaciones muy

particulares que pudieran resultar en perjuicio tanto para las SPAC como para los inversionistas.

3.3.1 Para el Impuesto sobre la Renta

Como ha sido desarrollado a lo largo de este trabajo de tesis, la forma jurídica a través de la cual se ha efectuado de manera habitual la figura de la combinación inicial de negocios de una SPAC ha sido a través de la fusión de sociedades.

La fusión de sociedades está regulada en el Título IX de la Ley General de Sociedades Mercantiles y tal como señala el autor Arce Gargollo, Jorge⁶⁴ señala Javier Arce que la fusión puede entenderse desde un punto de vista económico y desde la vertiente jurídica. Desde un punto de vista económico se considera a la fusión como la unión o mezcla del patrimonio de dos o más sociedades para crear un patrimonio único cuyo titular será una de las empresas que forma parte de la fusión o una nueva empresa que surja con motivo de la fusión.

Desde el punto de vista jurídico, la fusión se caracteriza por la integración de dos o más personas jurídicas en una sola. Es la unión de varias sociedades que se integran para formar una entidad jurídicamente unitaria, que sustituye la personalidad de las otras sociedades.

Existen diversas clases de fusiones, como es el caso de una fusión por integración o de una fusión por absorción. La primera se refiere a aquella donde derivado de la fusión de dos sociedades se crean una nueva persona jurídica. La segunda es aquella donde derivado de la fusión de dos sociedades una de ellas es la que subsiste y la otra desaparece⁶⁵.

Desde el punto de vista económico, existen diversos supuestos de fusión como puede ser la fusión horizontal o la fusión vertical que se determinan en función de si las empresas que se fusionan corresponden a un mismo giro de negocios,

⁶⁴ Arce Gargollo, Jorge; "Fusión de sociedades mercantiles"; Editorial Tirant lo Blanch; 2022. P. 9 - 11

⁶⁵ Ídem.

entre otras cosas. Un supuesto de fusión adicional es aquel conocido en el sistema anglosajón como “reverse merger”, figura que ya mencionamos en el primer capítulo de este trabajo de tesis. En términos generales, la figura de la “reverse merger” implica la fusión de una empresa privada con una empresa pública por los diversos factores que fueron expuestos con anterioridad.

En el caso de las SPAC nos encontramos que, desde el punto de vista jurídico, la fusión que se efectúa con motivo de la combinación inicial de negocios es una fusión por absorción donde una de las sociedades, ya sea la SPAC, o bien, la empresa objetivo, absorbe a la otra, y desde el punto de vista económico encontramos su conceptualización en la “reverse merger”.

Entendida la fusión de las SPAC en su parte jurídica y económica, pasamos a la parte fiscal la cual tiene implicaciones diversas como a continuación mostraremos.

Primero, la fusión de sociedades califica como una enajenación para efectos fiscales de conformidad con el artículo 14 del Código Fiscal de la Federación⁶⁶. De calificar como una enajenación, se entendería que la sociedad cuyo patrimonio se transmite a la sociedad que subsiste estaría enajenando los derechos y obligaciones constitutivos de su patrimonio con los efectos fiscales que corresponda de manera individual a cada uno de los derechos y obligaciones que se transmiten.

Sobra decir que respecto al particular no existe un procedimiento específico previsto en la legislación fiscal aplicable ni en precedentes de los distintos tribunales.

Ahora bien, el mismo Código Fiscal de la Federación en su artículo 14-B⁶⁷ prevé un supuesto de excepción para que una fusión de sociedades, siempre que se lleve a cabo entre sociedades residentes en México, no califique como una enajenación para efectos fiscales en términos del citado artículo 14.

⁶⁶ Código Fiscal de la Federación, 2022, [en línea], <diptados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CFF.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁶⁷ Ídem.

Para ello, será necesario que se cumpla con una multiplicidad de requisitos que a continuación se describen uno por uno dada la importancia que el acto de fusión tiene para la operación y los fines de una SPAC ya que es el momento cumbre y la culminación de un proceso bastante largo para los diversos participantes en este tipo de vehículos.

En primer lugar, tenemos que para que la fusión no califique como una enajenación para efectos fiscales, será necesario presentar el aviso de fusión. Continúa señalando el Código Fiscal de la Federación y su Reglamento que el aviso de fusión se tendrá por presentado a través de la presentación del aviso de cancelación en el Registro Federal de Contribuyentes. El cumplimiento de este requisito está regulado en el artículo 24 del Reglamento del Código Fiscal de la Federación⁶⁸, la regla 2.5.13. de la Resolución Miscelánea Fiscal⁶⁹ y la ficha de trámite 86/CFF “Aviso de cancelación en el RFC por fusión de sociedades”⁷⁰.

No obstante la complejidad inherente para presentar el aviso de cancelación antes referido, en el año de 2021 la autoridad fiscal adicionó el requisito de contar con un acuse de prevalidación del cumplimiento de requisitos del artículo 27 del Código Fiscal de la Federación antes de poder presentar el aviso de cancelación en el RFC de las sociedades fusionadas⁷¹.

La obtención de dicho acuse está regulada en la ficha de trámite 316/CFF “Revisión previa a la presentación del aviso de cancelación en el RFC por fusión de sociedades” ha resultado ser en la práctica un proceso muy complejo que ha dejado a los contribuyentes en una situación de total incertidumbre jurídica en relación con el plazo de un mes previsto en el artículo 14-B del Código Fiscal de la Federación⁷²

⁶⁸ Ídem.

⁶⁹ Resolución Miscelánea Fiscal para 2023 http://omawww.sat.gob.mx/normatividad_RMFRGCE/Paginas/novedades_normativas_2023.htm, [consulta: junio de 2023]

⁷⁰ Ídem.

⁷¹ Código Fiscal de la Federación, 2022, [en línea], <diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CFF.pdf>, [consulta: junio de 2023].

⁷² Ídem.

para presentar el aviso de fusión y que ello no constituya una enajenación para efectos fiscales por virtud de la fusión.

En segundo lugar, tenemos que para que la fusión no califique como una enajenación para efectos fiscales, será necesario que, con posterioridad a la fusión, la sociedad fusionante continúe realizando las actividades que realizaban ésta y las sociedades fusionadas antes de la fusión, Este requisito deberá cumplirse durante un período mínimo de un año inmediato posterior a la fecha en la que surta efectos la fusión.

En relación con este requisito nos surge la duda de si la fusión de una sociedad cascarón como lo son las SPAC con una sociedad operativa se considera cumplido. No obstante, parecería que este requisito no debería ser un impedimento para que la fusión no califique como una enajenación para efectos fiscales ya que en sí las SPAC no realizan actividad alguna.

El tercer requisito para que la fusión no califique como enajenación para efectos fiscales es que la sociedad que subsista presente las declaraciones de impuestos del ejercicio y las informativas que le correspondan a la sociedad fusionada, correspondientes al ejercicio que terminó por fusión.

Este requisito tampoco debería ser un impedimento al momento de llevar a cabo la combinación inicial de negocios.

Un cuarto requisito es que como consecuencia de la fusión no surja en el capital contable de la sociedad fusionada un concepto o partida, cualquiera que sea el nombre con el que se le denomine, cuyo importe no se encontraba registrado o reconocido en cualquiera de las cuentas del capital contable del estado de posición financiera preparado, presentado y aprobado en la asamblea general de socios o accionistas que acordó la fusión.

Por último, y no menos importante, está el requisito de que la fusión cuente con razón de negocios ya que, en caso de no hacerlo, se tendrá por incumplido lo

dispuesto en el artículo 14-B del Código Fiscal de la Federación⁷³, y la fusión será considerada como una enajenación para efectos fiscales. El artículo 14-B continúa señalando que para efectos de determinar si existe o no razón de negocios, la autoridad fiscal podrá tomar en consideración las operaciones relevantes llevadas a cabo dentro de los 5 años inmediatos anteriores y posteriores a su realización.

Dada la relevancia que tiene este último requisito respecto de operaciones de combinación inicial de negocios realizadas por las SPAC, consideramos importante transcribir lo dispuesto por el artículo 14-B del Código Fiscal de la Federación⁷⁴ sobre que se entiende por operaciones relevantes:

<p>“... <i>Para los efectos del párrafo anterior, se entenderá por operaciones relevantes, cualquier acto, independientemente de la forma jurídica utilizada, por el cual:</i></p> <p><i>1. Se transmita la propiedad, disfrute o uso de las acciones o de los derechos de voto o de veto en las decisiones de la sociedad fusionante, de la escidente, de la escindida o escindidas, según corresponda, o de voto favorable necesario para la toma de dichas decisiones.</i></p> <p><i>2. Se otorgue el derecho sobre los activos o utilidades de la sociedad fusionante, de la escidente, de la</i></p>	<p>Tal como se desprende de los supuestos que deben entenderse por operaciones relevantes, resulta importante citar al menos dos que claramente son adversos al resultado deseado en una operación de “de-SPACing” o de combinación inicial de negocios.</p> <p>En primer lugar, tenemos el supuesto de cuando se disminuya o aumente el capital social de la sociedad fusionante tomando como base el consignado en el dictamen.</p> <p>Resulta que uno de los aspectos más relevantes y significativos de una SPAC en el acto “de-SPACing” o combinación inicial de negocios es la prerrogativa que tienen los inversionistas para</p>
---	--

⁷³ Ídem.

⁷⁴ Ídem.

<p><i>escindida o escindidas, según corresponda, en caso de cualquier tipo de reducción de capital o liquidación.</i></p> <p><i>3. Se disminuya o aumente en más del 30% el valor contable de las acciones de la sociedad fusionante, escidente, escindida o escindidas, según corresponda, en relación con el valor determinado de éstas a la fecha de la fusión o escisión de sociedades, el cual se consignó en el dictamen establecido en este precepto.</i></p> <p><i>4. Se disminuya o aumente el capital social de la sociedad fusionante, escidente, escindida o escindidas, tomando como base el consignado en el dictamen.</i></p> <p><i>5. Un socio o accionista que recibió acciones por virtud de la fusión o escisión, aumente o disminuya su porcentaje de participación en el capital social de la sociedad fusionante, escidente, escindida o escindidas, según corresponda, y como consecuencia de ello, aumente o disminuya el porcentaje de participación de otro socio o accionista de la sociedad fusionante,</i></p>	<p>retirarse y demandar que les sea reembolsado su capital. Por lo tanto, en aquellos actos de combinación inicial de negocios donde se decreta la reducción de capital (efecto que se analizará más adelante a detalle) por virtud de que los inversionistas hayan optado por no participar en dicha combinación, se estará en riesgo de caer en el supuesto referido en el párrafo anterior y dicho acto en sí calificar como una operación relevante.</p> <p>Como fue señalado, el hecho de que la combinación inicial de negocios califique como una operación relevante deviene en que la autoridad fiscal considere que la fusión no tiene razón de negocios y, por tanto, pretender determinar que hay enajenación para efectos fiscales.</p> <p>No obstante lo anterior, existen alternativas para no encuadrar en el supuesto específico de operación relevante y esto sería que previo a llevar a cabo la combinación inicial de negocios la SPAC reembolsara a los inversionistas salientes el capital aportado por éstos junto con sus rendimientos respectivos.</p>
---	--

<p><i>escidente, escindida o escindidas, según corresponda, tomando como base los porcentajes de participación en el capital social de dichos socios o accionistas consignados en el dictamen.</i></p> <p><i>6. Se cambie la residencia fiscal de los socios o accionistas que recibieron acciones de la sociedad fusionante, escidente, escindida o escindidas, según corresponda, o bien, de la sociedad fusionante, escidente, escindida o escindidas, según corresponda, consignados en el dictamen.</i></p> <p><i>7. Se transmita uno o varios segmentos del negocio de la sociedad fusionante, escidente, escindida o escindidas, según corresponda, consignados en el dictamen.</i></p>	<p>En segundo lugar, tenemos el supuesto que refiere a cuando un socio o accionistas que recibió acciones por virtud de la fusión aumente o disminuya su porcentaje de participación en el capital social de la sociedad fusionante y, como consecuencia de ello aumente o disminuye el porcentaje de participación de otro socio o accionista de la sociedad fusionante.</p> <p>De igual manera que en el supuesto anterior, es común que los accionistas de las empresas objetivo decidan vender las acciones que les sean canjeadas derivado del acto de fusión a través del mercado secundario considerando que uno de los principales objetivos detrás de las SPAC es que los accionistas de empresas privadas lleven a estas al mercado público de una forma más rápida que la forma tradicional de llevar a cabo una oferta pública inicial.</p>
---	---

Sin ir más lejos, la misma autoridad fiscal en México emitió un decreto de estímulos fiscales en el año de 2019⁷⁵ para efectos de incentivar la salida de empresas mexicanas al mercado bursátil y en el cual se establecieron supuestos específicos de operaciones relativas a las SPAC, siendo una de ellas la enajenación

⁷⁵ https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5547758&fecha=08/01/2019#gsc.tab=0

de acciones posterior a la fusión de la SPAC con la empresa objetivo, a efectos de que la citada enajenación no estuviera limitada conforme a lo previsto en el artículo 129 de la Ley del Impuesto sobre la Renta el cual prevé una tasa de impuesto sobre la renta reducida al tipo del 10% en la venta de acciones, entre otros, a través de bolsas de valores concesionadas en términos de la Ley del Mercado de Valores.

Lo anterior no es más que una muestra más de la no consideración de las autoridades gubernamentales, primero de la falta de comprensión de como suelen operar los diversos vehículos de inversión, y segundo de la total incertidumbre jurídica lo cual no hace otra cosa más que desincentivar mecanismos alternativos de inversión y opciones claras para que empresas mexicanas salgan a bolsa y al mercado público.

Adicional al supuesto de enajenación para efectos fiscales que persiste en toda fusión de sociedades, está lo relativo a la supervivencia de los atributos fiscales de las sociedades SPAC y las empresas objetivo.

Como mencionábamos en el apartado previo, los recursos aportados por los inversionistas son considerados desde el punto de vista legal en una tercera parte como aumento de capital social en la parte variable y dos terceras partes como aportaciones para futuros aumentos de capital. Estas aportaciones para futuros aumentos de capital son capitalizadas y, por ende, reclasificadas como capital social al momento en que se aprueba la combinación inicial de negocios y una vez los inversionistas salientes recibieron el reembolso de los recursos invertidos por éstos.

De esta manera, al momento en que se lleva a cabo la combinación inicial de negocios, la SPAC contará con un saldo de Cuenta de Capital de Aportación significativo y que en la práctica permite reembolsar el capital a los accionistas sin generar impuesto sobre la renta corporativo a cargo de la sociedad que realiza el citado reembolso de capital.

Asimismo, las SPAC podrían contar con un saldo importante de pérdidas fiscales pendientes de amortizar generadas, en su mayoría, por los gastos de emisión pagados al momento de llevar a cabo la oferta pública inicial. Como se

mencionó anteriormente, es importante tener en cuenta que dado que las SPAC no realizan actividad alguna y son empresas cascarón, la autoridad fiscal podría considerar que los gastos de emisión no constituyen una deducción autorizada y, por lo tanto, dichos gastos no constituirían pérdidas fiscales.

Esto es de gran relevancia, ya que, si la sociedad que subsiste en la combinación inicial de negocios es la SPAC, las pérdidas fiscales pendientes de amortizar que la empresa objetivo tuviera al momento de llevar a cabo la combinación inicial de negocios desaparecerían y, por tanto, es imperativo contar con la mayor certeza posible de la validez de las pérdidas fiscales de la SPAC.

Una de las cuestiones más importantes de las SPAC y en particular a la hora de llevar a cabo la combinación inicial de negocios es el proceso de reembolso a los inversionistas. Hay que recordar que durante este proceso, la SPAC realiza diversos actos corporativos tendientes a allanar el camino para la potencial adquisición de la empresa objetivo.

Estos actos corporativos se traducen, de manera general, en

- ✓ reconocer el aumento de capital en la SPAC por parte de los inversionistas,
- ✓ Devolver las cantidades correspondientes a los inversionistas por concepto de aportaciones para futuros aumentos de capital (lo cual no conlleva más que un simple acuerdo entre SPAC e inversionistas) que no participan en la combinación inicial de negocios y la cancelación de la cuenta respectiva (desde el punto de vista legal),
- ✓ Reembolso de capital a los inversionistas que no participan en la combinación inicial de negocios y
- ✓ Capitalización de las cantidades aportadas por los inversionistas que sí participan de la combinación inicial de negocios por concepto de aportaciones para futuros aumentos de capital.

Tal como se desprende del párrafo anterior, las SPAC realizan múltiples actos corporativos todos ellos generadores de efectos fiscales sin que hubiere un

orden en particular previsto ya sea por las Resoluciones de Accionistas, o bien, por la propia legislación.

En concreto, estos actos caen en el supuesto previsto en el artículo 78 de la Ley del Impuesto sobre la Renta el cual señala que las personas morales residentes en México que reduzcan su capital social determinarán una utilidad distribuida al amparo del procedimiento previsto en las fracciones I y II del citado artículo⁷⁶.

En términos generales, el procedimiento previsto en las fracciones I y II del artículo 78 consiste, por un lado, en comparar el monto del reembolso de capital pagado a favor de los accionistas dividido entre el número de acciones que se reembolsan contra el monto de la Cuenta de Capital de Aportación dividido entre el número de acciones y, por otro lado, en comparar el monto del capital contable de la compañía en cuestión contra el monto de la Cuenta de Capital de Aportación.

El cálculo para determinar si existe una utilidad distribuida se basa en una mecánica de acción por acción, es decir, que, si uno de los accionistas participa en el capital de la sociedad en cuestión a un precio por acción distinto al de los primeros, se genera un efecto de distorsión para los otros accionistas ya que los saldos tanto de Cuenta de Capital de Aportación como de Cuenta de Utilidad Fiscal Neta se toman únicamente en proporción a la participación accionaria de los accionistas.

Por tal motivo, es una práctica muy común en el mercado que los accionistas se reserven el derecho de amortizar la Cuenta de Capital de Aportación generada contra reembolsos de capital pagados única y exclusivamente por éstos.

Lo anterior, cabe recalcar, no sucede en el caso de las SPAC, o al menos, no fue así la situación en el caso particular de las SPAC en México.

¿Por qué sucede esto en las SPAC?

⁷⁶ Artículo 78, fracción I y fracción II de la Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

Hay que recordar que, como parte de los incentivos que se otorgan el equipo del patrocinador o *sponsor*, y que mucha controversia ha generado en el medio de las SPAC, es la posibilidad de suscribir acciones a un precio significativamente menor a aquel de USD\$10 aplicable a los inversionistas.

Esto, como se mencionó párrafos arriba, genera una distorsión significativa al momento de llevar a cabo los reembolsos de capital a los inversionistas salientes que no participan de la combinación inicial de negocios ya que como se dijo el efecto dilatorio en el capital se traduce de la misma manera en un efecto dilatorio de la Cuenta de Capital de Aportación que pueden tomar en consideración los inversionistas salientes que originalmente fueron asignados con un número de acciones tal que resultó de la división entre el capital aportado por éstos y el precio de USD\$10 por unidad.

Una cuestión adicional que hay que tener muy en cuenta es lo previsto por el artículo 78 de la Ley del Impuesto sobre la Renta el cual establece que cuando una persona moral hubiera aumentado su capital dentro de un periodo de dos años anterior a la fecha en la que se efectúe la reducción del mismo y ésta dé origen a la cancelación de acciones o a la disminución del valor de las acciones, dicha persona moral calculará la ganancia que hubiera correspondido a los tenedores de las mismas de haberlas enajenado, considerando para estos efectos como ingreso obtenido por acción el reembolso por acción⁷⁷.

Continúa señalando el artículo 78 citado que, en caso de que la ganancia obtenida al amparo de lo previsto en el párrafo decimosexto resultara mayor que la utilidad distribuida determinada conforme al cálculo previsto en las fracciones I y II del referido artículo, dicha ganancia se considerará como utilidad distribuida y se deberá pagar el impuesto sobre la renta correspondiente a dicha utilidad.

Este efecto de aumento y reducción de capital, conocido en la jerga del mundo fiscal como “*sube y baja*”, se da de manera muy característica en las SPAC

⁷⁷ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

derivado de los movimientos corporativos que se deben llevar a cabo a la fecha de la combinación inicial de negocios sin que haya un procedimiento específico previsto para evitar el efecto de “venta ficta” que se debe observar en los casos de “sube y baja”.

Al respecto, cabe señalar que del texto del dictamen de la Cámara de Diputados del cual derivó la inclusión del actual, se desprende que el objeto de dicha disposición es precisamente evitar prácticas de elusión fiscal, es decir, evitar que accionistas de una persona moral dejen de tener tal carácter vía una reducción de capital sin que exista efecto fiscal tanto para ellos como para la sociedad, previa realización de un aumento de capital por quienes sean los nuevos accionistas, ya que de haberse llevado a cabo una enajenación de acciones, ésta si hubiese tenido efectos fiscales para los accionistas de la persona moral mencionados en primer lugar.

No dejamos de señalar que, aun cuando existen argumentos para sostener que en el caso particular no existe una venta de acciones ficta por parte de los accionistas de PAC, al tratarse de una disposición que prevé cargas a los particulares, lo dispuesto en el párrafo decimosexto del artículo 78 deberá aplicarse de manera estricta y, por lo tanto, PAC debería estar obligada a calcular la ganancia como si se tratara de una venta de acciones y comparar dicha ganancia contra la utilidad que resultare de efectuar el cálculo previsto en las fracciones I y II del artículo 78 de la LISR para reducciones de capital derivado de lo expuesto en el párrafo anterior.

Ahora bien, el artículo 121 del Reglamento de la LISR (“RLISR”) establece que los contribuyentes podrán no aplicar lo dispuesto en el artículo 78, párrafo decimosexto de la LISR⁷⁸, siempre que el aumento de capital efectuado durante el periodo de dos años anteriores a la fecha en la que se realice la reducción de capital de que se trate (i) provenga de aportaciones efectivamente pagadas por todos los accionistas y no de capitalizaciones, y (ii) que los reembolsos por reducción de

⁷⁸ Reglamento de la Ley del Impuesto sobre la Renta, 2015, [en línea] https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/regley/Reg_LISR_060516.pdf , [consulta: junio de 2023].

capital se paguen a todos los accionistas que hayan efectuado las aportaciones mencionadas, en la misma proporción en la que hayan efectuado dichas aportaciones. Para estos efectos se considerarán en forma acumulada los montos de las aportaciones y de las reducciones de capital efectuadas en los dos últimos años.

En este sentido, el artículo 121 del RLISR⁷⁹ constituye una regla de excepción al párrafo decimosexto del artículo 78 de la LISR⁸⁰, la cual, siguiendo la misma línea argumentativa prevista en el dictamen de la Cámara de Diputados a través del cual se incluyó lo previsto en el párrafo decimosexto, reconoce que no se considerará que existe una venta de acciones ficta cuando las aportaciones de capital que se reembolsan hayan sido efectivamente pagadas por los accionistas y siempre que los reembolsos se paguen en la misma proporción.

Al respecto, cabe señalar que la legislación fiscal es omisa en cuanto a que se debe entender por “aportaciones de capital efectivamente pagadas” y pudiera interpretarse que la capitalización de las AFAC efectuada por los Accionistas Serie A no califica como una aportación de capital efectivamente pagada, sin embargo, desde nuestro punto de vista dicha disposición se refiere a que el aumento de capital no se realice al amparo de la capitalización de un pasivo que se hubiere generado sin mediar flujo de efectivo, lo cual no sucede en el caso particular de PAC ya que el monto correspondiente a las AFAC sí fue efectivamente pagado en efectivo por los Accionistas Serie A.

En cuanto al supuesto consistente en que los reembolsos se paguen a todos los accionistas en la misma proporción previsto en el artículo 121 del RLISR, consideramos importante señalar que, desde nuestro punto de vista, la intención de tal disposición no es limitar el monto por el cual se puede efectuar la reducción de capital al monto de capital efectivamente pagado por los accionistas en los

⁷⁹ Ídem.

⁸⁰ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

aumentos de capital efectuados en los dos años previos a la citada reducción de capital.

En este orden de ideas, de ser el caso, el efecto fiscal que correspondiera sería detonado conforme al cálculo previsto en las fracciones I y II del artículo 78 de la LISR dependiendo los atributos fiscales con los que contara la sociedad en cuestión al momento de llevar a cabo la reducción de capital.

En el caso particular de PAC, tanto los Aumentos de Capital como la Reducción de Capital, fueron todos efectivamente pagados por y a favor de los mismos accionistas de conformidad con lo previsto en las RUAs según lo descrito en el apartado de Antecedentes, por lo tanto, PAC no estaría, en principio, obligada a efectuar el cálculo previsto en el párrafo decimosexto del artículo 78 de la LISR.

De igual manera, en lo que se refiere a la Reducción de Capital, considerando que el reembolso fue pagado en proporción al porcentaje accionario de cada uno de los Accionistas Salientes, en principio, PAC no estaría obligada a considerar la Reducción de Capital como una venta de acciones en términos del multicitado párrafo decimosexto del artículo 78 de la LISR⁸¹.

En resumen, considerando que (i) todos los Aumentos de Capital y la Reducción de Capital fueron efectivamente aportados y pagada, respectivamente, por todos los Accionistas Serie A y no por virtud de la capitalización de pasivos, (ii) todos los Aumentos de Capital y la Reducción de Capital se efectuaron en proporción a la participación accionaria de los Accionistas Serie A y (iii) la Reducción de Capital se efectuó por un monto igual a los Aumentos de Capital, según se describe en el apartado de Antecedentes, PAC no estaría obligada a calcular la ganancia en venta de acciones a que se refiere el párrafo decimosexto del artículo 78 de la LISR al encuadrar en el supuesto normativo de excepción previsto en el artículo 121 del RLISR.

⁸¹ Ley del Impuesto sobre la Renta, 2022, [en línea], <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf>, [consulta: junio de 2023].

En resumen, PAC no estaría obligada al pago de ISR alguno derivado de la Reducción de Capital toda vez que no habría gravamen alguno de conformidad con el cálculo previsto en las fracciones I y II del artículo 78 de la LISR y no estaría obligada a determinar ganancia alguna de conformidad con el procedimiento previsto en el párrafo decimosexto del mismo artículo.

3.3.2 En el Impuesto al Valor Agregado

Respecto del impuesto al valor agregado, hay que mencionar que tanto la fusión como la reducción de capital son actos corporativos que no causan el citado impuesto por lo que no hay consideraciones a tener en cuenta para este impuesto al momento de llevar a cabo la combinación inicial de negocios.

CONCLUSIONES

Después de haber analizado de manera extensa la historia, el impacto y el papel que han tenido las SPAC en los mercados financieros como un medio para la captación de capital adicional, es dable concluir que, a pesar de lo controversial que pudiera llegar a ser esta figura, indudablemente existe ya una adopción definitiva por parte de la industria. Estamos parados ante una alternativa genuina, realista y sostenida, que cada vez adquiere mayor importancia en el ecosistema financiero.

Como se expuso en este trabajo de tesis, la vida de las SPAC se desarrolla en torno a tres momentos: el momento en que se acuerdan los principales términos y condiciones que gobernarán la operación de las SPAC, el momento en que se lleva a cabo la oferta pública de acciones y el momento en que se consuma la combinación inicial de negocios con la empresa objetivo.

Todo el proceso, desde la concepción de la idea de levantar una SPAC hasta consumir la combinación inicial de negocios puede tomar alrededor de 3 años.

Ahora bien, contrario a lo que sucede en una oferta pública tradicional, la SPAC realiza primero la colocación de acciones entre el gran público inversionista para después, con los recursos captados, salir al mercado en búsqueda de una empresa que cumpla los lineamientos planteados por el sponsor y una vez identificada la empresa acordar los precios, términos y condiciones para consumir la combinación inicial de negocios ya sea a través de la vía de la fusión inversa, o bien, mediante la compra directa de las acciones de dicha empresa objetivo.

Una SPAC, por tanto, representa una apuesta de flujos futuros relacionados con la generación de valor que puede crear el sponsor en la o las empresas objetivo a partir de que estas últimas empresas son llevadas al mercado público. A diferencia de las SPAC, en una oferta pública de acciones tradicional los inversionistas toman en consideración los flujos ya existentes para que en función de éstos se hagan las proyecciones a futuro a una tasa de retorno determinada en función de las características propias de la industria y la empresa como tal.

Como se recalcó a lo largo de este trabajo de tesis, las diferencias entre las SPAC y las ofertas públicas tradicionales son muchas, aunque no siempre están a la vista de todas las personas. Por ello, este trabajo representa una guía práctica para que todos aquellos interesados en conocer más acerca de estos vehículos tengan mayores bases de cara a una toma de decisiones prudente y consciente.

Más allá de las diferencias inherentes entre una figura y otra, ha quedado de manifiesto que la creatividad de los banqueros de inversión, las necesidades de los inversionistas en distintos momentos de la historia, las alternativas presentadas en el mercado financiero entre muchas otras razones han llevado a las SPAC a ser una alternativa, como se mencionaba al comienzo de esta sección, real y atractiva para los inversionistas.

Lejos de surgir como una propuesta consensuada por intermediarios financieros, reguladores e inversionistas, las SPAC cuentan su historia en función de los errores y aprendizajes que han permitido que evolucionen hasta lo que son hoy en día.

En primer lugar, es importante remarcar el importante papel de los predecesores del SPAC, las empresas cheque en blanco de los 80, que tantos dolores de cabeza trajeron a la industria. Ingenuamente avaladas por el regulador de ese momento, estas empresas cheque en blanco, debido a su pequeño tamaño, encuadraban dentro de la categoría de “penny stocks”, lo cual les permitió gozar de muchísima libertad de acción dada la escasez de regulaciones existentes para este tipo de compañías.

La falta de controles y la facilidad para captar dinero de inversionistas desprevenidos ha sido el dolor de cabeza en la historia moderna y la historia de las SPAC no es ajena a esto. En los años 80 donde proliferaron las empresas cheque en blanco, precursoras de las SPAC, se generó una conducta fraudulenta en exceso lo que obligó a los entes reguladores en los Estados Unidos a intervenir en la regulación de la operación de dichas empresas.

Lo sucedido con las empresas cheque en blanco y las penny stocks en la década de los 80 fue el ingrediente perfecto para que los reguladores establecieran límites en cuanto a lo que sería tolerado y lo que no. En este orden de ideas, fue que el gobierno de los Estados Unidos promulgó la denominada Ley PSRA que sería la base para la posterior emisión de la Regla 419 por parte de la Securities and Exchange Commission.

Estas normas fijaron ciertos límites para la actuación de estas empresas, impusieron procedimientos estrictos respecto al manejo de los fondos antes de una combinación de negocios y aumentaron el escrutinio por parte de los reguladores al exigir una mayor divulgación de información por parte de estas empresas. Una de las particularidades, fue que, en la definición de las empresas cheque en blanco, se incorporaba que las mismas tenían que emitir “penny stocks” por un valor de emisión no mayor a USD\$5,000,000. Si bien pudiera percibirse como cosa menor, lo cierto es que el límite previsto de manera expresa para las empresas cheque en blanco fue el detonante para que surgieran las Empresas de Adquisición de Propósito Específico conocidas como SPAC, según sus siglas en inglés, cuya particularidad radica en que de forma voluntaria se decidió adoptar gran parte de las disposiciones previstas por la Regla 419.

Seguirían avanzando los años y las SPAC seguirían proliferando de la mano de David Nussbaum quien es reconocido como la mente maestra detrás de las SPAC tal cual las conocemos hoy día. Hubo algunos traspies en el proceso hasta que en el año de 2003 surgieron de nuevo las SPAC, pero esta vez con un paso importante hacia la institucionalización de estos vehículos mediante la incorporación de grandes bancos de inversión como actores importantes en la estructuración y colocación de las SPAC en la bolsa.

Otra señal de la proliferación de las SPAC fue el reconocimiento y aceptación para que sus títulos fueran incluidos en los mercados más importantes de los Estados Unidos como el AMEX, Nasdaq y el NYSE. Nuevamente el crecimiento de las SPAC se vería interrumpido por una crisis financiera en esta ocasión la del 2008.

Posterior a la crisis financiera, vinieron múltiples reformas y mejoras en la estructura de las SPAC tendientes a optimizar su uso y aumentar su eficiencia. Se incrementaron los umbrales de redención máxima para efectos de aprobar las combinaciones iniciales de negocios, en una clara señal de buscar disminuir las liquidaciones de las SPAC. Otro cambio estructural que favoreció la consecución de acuerdos de combinación inicial de negocios satisfactorios fue la segregación de los derechos de voto de los inversionistas con el derecho de redención.

Fueron muchos los factores que impulsaron el crecimiento y el uso de las SPAC en los últimos años, pero principalmente se cuentan los siguientes: (i) la incorporación de Morgan Stanley y Goldman Sachs y (ii) los cambios en las reglas de listado de NYSE para alinearse con el AMEX y Nasdaq.

Las SPAC resultaron ser el instrumento más versátil para captar la atención de varios participantes de la industria con sus distintas necesidades; en primer lugar, de empresarios deseosos de levantar efectivo para lanzar nuevos proyectos, ya que su figura permite hacerlo de forma rápida y con pocos requerimientos. En segundo lugar, de los inversionistas que, con dinero en mano, comenzaron a buscar nuevas alternativas de inversión a donde destinar sus ahorros.

Los grandes cuestionamientos acerca de la figura de las SPAC se centran en primer lugar en su rendimiento y en su comportamiento en la bolsa, el cual puede acarrear múltiples opiniones según quien sea la parte interesada. Otro aspecto que está en tela de juicio (y que siempre lo ha estado) es la estructura de incentivos para los sponsors quienes simplemente reciben estos incentivos por el solo hecho de llevar a cabo la combinación inicial de negocios sin que se establezcan parámetros relativos al rendimiento y comportamiento de las acciones de las SPAC post-combinación inicial de negocios lo cual lleva a que se realicen operaciones sin hacer un análisis exhaustivo respecto de las empresas objetivo.

En tercer lugar, el pedido de un mayor control regulatorio en lo que hace a la participación de inversionistas retail (minoristas), quienes pueden verse perjudicados por asimetrías de información existentes, sobre todo teniendo en

cuenta que se trata de empresas sin actividad y con una sofisticada estructura financiera.

En conclusión, podría decirse que, en la medida que se puedan aprovechar todas las ventajas que las SPAC aportan, y se pueda seguir trabajando en la creación de un marco regulatorio más robusto y se eliminen las principales distorsiones, estamos ante un instrumento sumamente útil para la apertura de capital y para la obtención de recursos adicionales en beneficio de empresas que tienen acceso limitado a estos recursos.

En cuanto al impacto de las SPAC en el mercado financiero en México, está por verse si los entes regulatorios mexicanos están por la labor de crear un marco regulatorio básico para que estos vehículos proliferen en el país.

Pueden ser muchas las razones por las cuales no se haya creado un marco regulatorio y fiscal específico para las SPAC, pero la historia del vehículo, la estructura y facilidades que representa para las empresas mexicanas, no es algo que deba pasar por desapercibido para los reguladores ya que podría representar una gran opción para la explosión del mercado bursátil en México. Claro está, no se pueden tomar a la ligera los riesgos que las SPAC poseen para los diversos actores, pero sin duda representa una alternativa interesante para que más empresas en México salgan a la bolsa.

En cuanto a lo que hace a la parte fiscal, como se analizó a detalle, las implicaciones son diversas y nada claras. Definitivamente hay un margen amplísimo para regular estos vehículos para que alineado con el marco regulatorio permitan la creación de un mercado específico para las SPAC en México.

Los beneficios para el sistema financiero mexicano son muchísimos y, se reitera, no se puede pasar por desapercibida la oportunidad que se tiene para que el objetivo de décadas atrás de crear un mercado bursátil mexicano más extenso se cumpla de la mano con la figura de las SPAC.

BIBLIOGRAFÍA

Acosta Romero, Miguel y Almazán Alaniz, José Antonio. Teoría General de las Operaciones de Crédito, Títulos de Crédito. Editorial Porrúa. 2003.

Acosta Romero, Miguel y Lara Luna, Julieta. Nuevo Derecho Mercantil, Editorial Porrúa. 2003.

Acosta Romero, Miguel y García Ramos, Francisco. Tratado de Sociedades Mercantiles con énfasis en la Sociedad Anónima. Editorial Porrúa. 2001.

Alvarez Macotela, Oscar; Robles Peiro, Rocfo Haydee; Romero Casillas, Mariana Uribe Lara, Guillermo; Burguerio Colin Luis. Temas Selectos de Derecho Bursátil Contemporáneo. Editorial Porrúa. ITAM. 2008

Arce Gargollo, Jorge; "Fusión de sociedades mercantiles"; Editorial Tirant lo Blanch; 2022.

Carvallo Yáñez, Erick. Nuevo Derecho Bancario y Bursátil Mexicano. Editorial Porrúa. 2003.

Cazorla Prieto, Luis María. Derecho Financiero y Tributario. Editorial Elcano. Navarra. 2001.

Cervantes Ahumada, Raul; Títulos y Operaciones de Crédito; Editorial Oxford, 2002

Gómez Gordo, José. Títulos de Crédito, Editorial Porrúa, 2003.

Guadarrama López Enrique; La Sociedad Anónima en el Derecho Mexicano. Consideraciones particulares sobre la anónima bursátil; Editorial Porrúa, 2008

Guzmán Holguín, Rogelio. Derecho Bancario y Operaciones de Crédito. Editorial Porrúa. 2002.

Hegewisch Díaz Infante, Fernando. Derecho Financiero Mexicano. Editorial Porrúa. 1999.

Jiménez González, Antonio. Lecciones de Derecho Tributario. Editorial Thomson. 2002.

Mendoza Martell, Pablo y Preciado Briseño, Eduardo. Lecciones de Derecho Bancario. Editorial Porrúa. 2003.

Quintanilla, Jesús. Derecho Tributario Mexicano. Editorial Trillas. 1991.

Ramírez Valenzuela, Alejandro, Introducción al Derecho Mercantil y Fiscal, Limusa, México, 2006.

Rico Álvarez, Fausto; Garza Bandala, Patricio y Cohen Chicurel, Mischel. Tratado Teórico-Práctico de Derecho de Obligaciones. Editorial Porrúa. 2022.

Rodríguez Lobato, Raúl. Derecho Fiscal. Editorial Oxford. 2002.

Sánchez Gómez, Narciso; Derecho Fiscal Mexicano; Editorial Porrúa; 1999

Tovar, Alberto y Zavaleta, Osmar; Finanzas para todos desde El Financiero; Editorial Banamex-El Financiero, 2008

Vázquez del Mercado Cordero, Oscar. Contratos Mercantiles Internacionales. Editorial Porrúa, 2009.

ENSAYOS Y ARTÍCULOS

Bai, Jessica; Ma, Angela; Zheng, Miles (2021). Segmented going-public markets and the demand for SPACs

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=580124069074120010029068018074093126116045031036095011024097026122101096064114115090025045023032105055117103127115096122026065007094031035053090120120084100070018102089089082093082116094112081067119094082115113011017124003114073091097021125120084070126&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Banerjee, Snehal; Szydlowski, Martin (2021). Harnessing the overconfidence of the crowd: A theory of SPACs

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=462120099114112094092119075000121067018047004027052090098066006121125105092069124100123058007118021059046115088092099121101087011066028081000006093099116103117122022001023103110100090121098021100103085099065080098095022093016102086089098118027120003&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Chamberlain, Lauren (2021). Dispelling the Hype: An Examination of SPAC Common Equity Performance

<https://digitalcommons.calpoly.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1002&context=econsp>

Chatterjee, Sris; Chidambaran, N.K.; Goswami, Gautam (2016). Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs. *Journal of International Money and Finance*, 69, 151-178.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=005106086102119067027123065091070007019038081078058007068005077000078017071096068018110037005040102030114103000000017076091084022015086030051028108092093122065058054084022005095011098073099116124080074024003109112121105094125070221001180030241113&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

D'Alvia, Daniele. (2020). The international financial regulation of SPACs between legal standardized regulation and standardization of market practices. *Journal of Banking Regulation*, 21(2), 107-124.

<https://link.springer.com/article/10.1057/s41261-019-00100-5>

Damodaran, Aswath (2021). *Disrupting the Disruptors? The 'Going Public Process' in Transition. The 'Going Public Process' in Transition* (July 14, 2021).

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=957071013119004017022011109107112028102002091013060033119006099076088003027113119068038052119037116098008085085091015118121083018036047019065104101001014113093037060011078017118125000114013018029100092064107031126006081104118025118090010020082121&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Financial Industry Regulatory Authority (2019). *Guidance on Special Purpose Acquisition Companies*

<https://www.finra.org/investors/insights/spacs>

Hale, Lola Miranda. (2007). SPAC: A Financing Tool with Something for everyone. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 18(2), 67-74.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/jcaf.20278>

Heyman, Derek K. (2007). From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation. *Entrepreneurial Business Law Journal* Vol. 2, 531

<https://core.ac.uk/download/pdf/159610375.pdf>

Instituto de Investigaciones Jurídicas, *De la simulación de los actos jurídicos*, México, UNAM, p. 241

<https://archivos.juridicas.unam.mx/www/bjv/libros/4/1783/9.pdf>

Klausner, Michael; Ohlrogge, Michael; Ruan, Emily (2020). A sober look at SPACs. *Yale Journal on Regulation*, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper, (559), 20-48.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=857005071031024001088078123114121000040032020031003054085116120096081007023113006064054114001037062104014027009001112097071028033016010081059114029001080069121088008070086078087089000093020126065064091089103090085094003072022093096086106104093001068125&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Kurutz, Steven (2021). OK, What's a SPAC?. The New York Times

<https://www.nytimes.com/2021/02/27/style/SPACS-celebrity-craze.html>

Lakicevic, Milan; Vulcanovic, Milos (2013). A story on SPACs. *Managerial Finance*, 39 (4), 384–403

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=918113104022125096091105022071074097020018019037026034118071006098070019010123119031035097127107114000118007027114007064110064112094001030086101102089013117084112029069054127095015114108004118079011025067094112064022096030074025066025094024105121025&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Lamont, Duncan (2021). The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets

<https://www.schroders.com/en-gb/uk/intermediary/insights/the-pros-cons-and-incentives-behind-the-spac-craze-sweeping-markets/>

Lewellen, Stefan M. (2009). SPACs as an asset class.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=687101067008100019017030015064092090096055058047023043031089012109087106029091028121061053000000033097052119077120031025102066009094010045014116116013127125074025095087041001102029029122081120089085108122082024109105004006102122064067011126103094126&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Lin, Chen; Lu, Fangzhou; Michaely, Rony; Qin, Shihua (2021). Spac IPOs and sponsor network centrality

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=762127125113124127111088024094072092121071009035059050117015111000078127109031093126050101098044042040042066096124076077091094104038000060086096101106065116123093005023050081020022127009121010007004109000088005004118119098119125096094106069094105125104&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Murray, James S. (2014). The regulation and pricing of special purpose acquisition corporation IPOS.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=778127031007075084003089120021090026052002093065027039103117106064007071092109072068110106060011059022008024091078105092110089122019094003010003025118122092124120059075028105098108010023080126116123083116005109096075126127122116068111096123009017008&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

Riemer, Daniel S. (2007). Special purpose acquisition companies: SPAC and SPAN, or blank check redux. Wash. UL Rev., 85, 931.

https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_la_wreview

Shachmurove, Yochanan.; Vulcanovic, Milos (2017). SPAC IPOs

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2898102

Sjostrom Jr., William K. (2007). The truth about reverse mergers. Entrepreneurial Business Law Journal Vol. 2, 743.

<https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=478069124110090029101030016005008092030042006012089031090112089070105025104019083087043038022017031001018001099012009079004064110010017028007093094100080126115126058030010087003005096106121029076089075086073003006065064024087098067066081098113007003&EXT=pdf&INDEX=TRUE>

LEGISLACIÓN

Código Fiscal de la Federación

<http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/CFF.pdf>

Disposiciones de Carácter General Aplicables a Emisoras de Valores

<https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20las%20emisoras%20de%20valores.pdf>

Ley del Impuesto al Valor Agregado

[https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf mov/Ley del Impuesto al Valor A gregado.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/mov/Ley%20del%20Impuesto%20al%20Valor%20Agregado.pdf)

Ley del Impuesto sobre la Renta

http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LISR_310721.pdf

Ley Federal del Trabajo

http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/125_230421.pdf

Reglamento de la Ley del Impuesto sobre la Renta

https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/regley/Reg_LISR_060516.pdf

Resolución Miscelánea Fiscal para 2023

[http://omawww.sat.gob.mx/normatividad_RMF_RGCE/Paginas/novedades_normat ivas_2023.html](http://omawww.sat.gob.mx/normatividad_RMF_RGCE/Paginas/novedades_normativas_2023.html)

OTROS

Administrativa, Octava Época, Año V, número 47, octubre 2020, p. 59. Tesis VIII-J-1aS-99, Revista del Tribunal Federal de Justicia

Anexo 5 Regla general “Anti-abuso”, Artículo 5-A del Código Fiscal de la Federación, 2019, p. 1.