



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**EL FENÓMENO DE LAS SPACS:
CONSIDERACIONES SOCIETARIAS
Y REGULATORIAS DE ESTA
FIGURA EN ESPAÑA**

Autor: Alejandra Delgado Romera

5.º E3 – A

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid

Abril de 2023

RESUMEN

Con el propósito de desincentivar la intermediación financiera en la búsqueda de capital, el legislador español ha apostado definitivamente por la introducción de una de las figuras de inversión que más atención ha atraído durante los últimos años: las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs). Estos vehículos, que tienen por objetivo principal la captación de fondos para integrarse posteriormente con una sociedad objetivo y conseguir que ésta pase a cotizar, nacieron y adquirieron notoriedad en EE.UU. En su país de origen, no obstante, está previsto que pierdan fuelle coincidiendo con la imposición de nuevas normas de divulgación que asemejarán las exigencias de las SPACs a aquellas típicas de las salidas a bolsa tradicionales.

En busca de nuevos mercados, el fenómeno se ha trasladado a Europa, donde plazas como la de Ámsterdam, Fráncfort y Londres están erigiéndose como destinos atractivos para la configuración de las primeras SPACs europeas. Frente a estos regímenes, que no gozan de un marco específico para este tipo de figuras, España ha optado por dotar a las SPACs de un encaje jurídico especial en nuestro ordenamiento, recogiendo todas las características que las convierten en alternativas viables para la captación de fondos y salvando los posibles escollos que hubieran podido ralentizar su crecimiento en nuestro país. El presente Trabajo de Fin de Grado se centrará, precisamente, en el estudio de este encaje, no sin antes hacer un análisis del origen, la evolución y el funcionamiento de esta figura en EE.UU. y Europa.

Palabras clave: SPAC, reforma de la LSC, cuenta *escrow*, mecanismos de reembolso, salida a bolsa, folleto informativo, oferta pública de adquisición.

ABSTRACT

With the aim of discouraging financial intermediation in the search for capital, the Spanish legislator has definitively opted for the introduction of one of the investment vehicles that has attracted most attention in recent years: the Special Purpose Acquisition Companies (SPACs). These vehicles, whose main purpose is to raise funds for a subsequent integration with a target company and for the latter to be listed, were born and gained notoriety in the US. In their country of origin, however, they are expected to lose momentum coinciding with the imposition of new disclosure rules that will bring the requirements of SPACs into line with those typical of traditional initial public offerings.

In search of new markets, the phenomenon has moved to Europe, where markets such as Amsterdam, Frankfurt and London are emerging as attractive destinations for the first European SPACs. In contrast to these regimes, which do not have a specific structure for this type of company, Spain has opted to provide SPACs with a special legal framework in our legislation, including all the characteristics that make them viable alternatives for fund raising and overcoming the possible pitfalls that could have slowed down their growth in our country. This Final Degree Project will focus, precisely, on the study of this framework, not without first analyzing the origin, evolution and functioning of this figure in both the USA and Europe.

Keywords: SPAC, LSC reform, escrow account, redemption mechanisms, IPO, prospectus, takeover bid.

LISTADO DE ABREVIATURAS

BOE	Boletín Oficial del Estado
BV	<i>Besloten Vennootschap</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
EE.UU.	Estados Unidos
ESMA	<i>European Securities Market Authority</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>
LSC	Ley de Sociedades de Capital
Nasdaq	<i>Nasdaq Stock Market, Inc.</i>
NV	<i>Naamloze Vennootschap</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OPA	Oferta Pública de Adquisición
PIPE	<i>Private Investment in Public Equity</i>
PSRA	<i>Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SMN	Sistema Multilateral de Negociación
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Company</i>
UE	Unión Europea

ÍNDICE DE CONTENIDO

I.	INTRODUCCIÓN	7
II.	APROXIMACIÓN CONCEPTUAL Y FUNCIONAMIENTO EN DERECHO COMPARADO: EL CASO ESTADOUNIDENSE Y EUROPEO	9
1.	ORIGEN Y FUNCIONAMIENTO DE LA FIGURA EN EE.UU.	9
1.1	Origen y evolución de la figura	9
1.1.1	<i>Las blank check companies como antecedente de las SPACs</i>	9
1.1.2	<i>Las “SPACs de primera generación” como respuesta a la Rule 419 de la SEC</i>	11
1.1.3	<i>Las “SPACs de segunda generación” y el resurgir del éxito</i>	13
1.1.4	<i>Las “SPACs de tercera generación” y el cambio estructural del derecho de voto</i>	14
1.1.5	<i>Las “SPACs de cuarta generación” y la SPAC Manía</i>	15
1.1.6	<i>¿Las “SPACs de quinta generación”? Nuevas iniciativas regulatorias de la SEC</i>	15
1.2	Funcionamiento de las SPACs: el modelo estadounidense	18
1.2.1	<i>Primera fase: diseño y constitución de la SPAC</i>	18
1.2.2	<i>Segunda fase: cotización de la SPAC</i>	19
1.2.3	<i>Tercera fase: operación “de-SPAC”</i>	22
2.	FUNCIONAMIENTO DE LA FIGURA EN EUROPA	23
2.1	Países Bajos	24
2.2	Alemania	26
2.3	Reino Unido	27
2.4	Conclusión: el “forum shopping” como ventaja o amenaza	29
3.	EL PORQUÉ DEL ÉXITO: LAS SPACS COMO ALTERNATIVA A LAS SALIDAS A BOLSA	30
III.	NUEVA LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN	32
1.	REFORMA DE LA LSC: INTRODUCCIÓN DE LAS SPACS EN ESPAÑA	32
2.	ARTÍCULO 535 BIS LSC: APROXIMACIÓN CONCEPTUAL	33
2.1	Definición de SPAC	33
2.2	Sobre la existencia de una cuenta de depósito	34
2.3	Sobre la denominación social	34
2.4	Sobre el plazo para acometer la operación “de-SPAC”	35
2.5	Sobre el ámbito de aplicación	35
2.6	Sobre la temporalidad del régimen SPAC	36
IV.	ANÁLISIS DE LAS CUESTIONES SOCIETARIAS	37
1.	CONSTITUCIÓN DE LA SPAC POR DURACIÓN LIMITADA	37
2.	VOTACIÓN DE LA OPERACIÓN “DE-SPAC”	38
2.1	Competencia de la Junta General de Accionistas	38
2.2	Mayoría necesaria para su aprobación	39
3.	MECANISMOS DE REEMBOLSO	39
3.1	Derecho estatutario de separación	39
3.2	Emisión de acciones rescatables	40
3.3	Amortización a través de una reducción de capital	41
3.4	Consideraciones comunes: valor de reembolso y límite máximo de autocartera ...	42
3.5	Medidas de protección ante el reembolso masivo	43
V.	ANÁLISIS DE LAS CUESTIONES REGULATORIAS	44
1.	ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE LA SPAC	44
1.1	Idoneidad del emisor y los valores	44
1.2	Requisitos adicionales de la CNMV en materia de SPACs	45
2.	PUBLICACIÓN DE FOLLETO	45
2.1	En el plano internacional: la Autoridad Europea de Valores y Mercados	45
2.2	En el plano nacional: el papel de la CNMV y el artículo 535 quinques LSC	47
2.2.1	<i>Folleto en el momento de salida a bolsa</i>	47
2.2.2	<i>Folleto en el momento de la operación “de-SPAC”</i>	47

3.	OPA OBLIGATORIA	48
VI.	CONCLUSIONES.....	50
VII.	BIBLIOGRAFÍA.....	52
1.	LEGISLACIÓN	52
2.	OBRAS DOCTRINALES.....	53
3.	RECURSOS DE INTERNET.....	56

I. INTRODUCCIÓN

Después de una época dorada en el mercado estadounidense entre 2020 y 2021, el fenómeno de las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs, por sus siglas en inglés) parece estar perdiendo atractivo en el país que lo vio nacer hace más de tres décadas. Su éxito inicial –desvanecido, en gran parte, por regulaciones más estrictas en las cuestiones que hacían de esta figura una alternativa sugerente en la búsqueda de financiación– ha dado paso a acciones estancadas, acuerdos de adquisición fallidos y ampliaciones de capital privadas.

En Europa, por el contrario, parece que la figura todavía puede despegar. En nuestro país no hay más que atender a la reciente aprobación de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“**Ley 6/2023**” o “**nueva Ley de los Mercados de Valores**”), concretamente a su disposición final sexta, para conocer el deseo del legislador por lograr que este tipo de sociedades encuentre encaje en el marco legal español. Si bien es cierto que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”) confirmó en su día que las SPACs podrían implementarse en España sin necesidad de modificar la normativa actual, lo cierto es que existían ciertas consideraciones societarias y regulatorias que debían ser tenidas en cuenta antes de que nuestro país se posicionara como una alternativa creíble y un destino atractivo para cotizar. En el análisis de dichas consideraciones se centra este Trabajo de Fin de Grado.

En primer lugar, se llevará a cabo una aproximación conceptual en torno a la figura, tratando los aspectos más significativos sobre su origen, desarrollo y funcionamiento. Este estudio se abordará desde una perspectiva múltiple de derecho comparado, que comenzará con el caso de EE.UU. –jurisdicción de gran relevancia por ser cuna de las SPACs tal y como las conocemos en la actualidad– y terminará con el examen de las jurisdicciones europeas más activas en la actualidad: Países Bajos, Alemania y Reino Unido. Todo ello contribuirá a explicar (i) cómo estos vehículos cotizados de propósito especial han llegado a erigirse como sólidas alternativas en el proceso de salida a bolsa y (ii) cómo han sido acogidos en distintos países más o menos similares a aquel en el que surgieron inicialmente.

En segundo lugar, una vez delimitado el marco conceptual y sentadas las bases necesarias para su comprensión, el foco se centrará en las modificaciones que trae consigo

la Ley 6/2023, que, entre otras cuestiones, introduce un nuevo Capítulo VIII bis sobre “Especialidades para sociedades cotizadas con propósito para la adquisición” en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”). Este será el punto de partida del análisis jurídico –de una parte, societario y, de otra, puramente regulatorio– de la figura en España.

La aproximación desde la perspectiva de derecho societario abordará las siguientes materias: (i) la duración de la sociedad –las SPACs americanas tienen una vida determinada de 24 meses aproximadamente–; (ii) la votación de la operación de M&A a acometer con la sociedad *target* o (iii) el derecho de reembolso del capital invertido. Desde la perspectiva de derecho de mercado de valores, se tratarán cuestiones como (i) la salida a bolsa de la SPAC, (ii) la posible obligatoriedad de aprobar y publicar un folleto informativo o (iii) la exención por parte de la autoridad competente de formular una Oferta Pública de Adquisición (“OPA”).

En definitiva, el presente Trabajo de Fin de Grado tiene un doble objetivo. De una parte, pretende evidenciar cómo la mayoría de los rasgos que definen a las SPACs pueden encontrar, y efectivamente encuentran, encaje en el marco legal español. Y de otra, busca razonar cómo se han salvado los posibles escollos jurídicos que podrían haber ralentizado, o incluso detenido por completo, el lanzamiento de esta figura en nuestro país.

II. APROXIMACIÓN CONCEPTUAL Y FUNCIONAMIENTO EN DERECHO COMPARADO: EL CASO ESTADOUNIDENSE Y EUROPEO

Las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (*Special Purpose Acquisition Companies* o “SPACs”) son sociedades de nueva creación cuyo objetivo principal es captar fondos en los mercados de capitales a través de una oferta pública de valores para, posteriormente, integrarse con una o varias sociedades operativas (sociedades *target*) y lograr que éstas pasen a cotizar en un mercado secundario¹. En este sentido, las SPACs son vehículos de inversión vacíos –de ahí el término por el que se las conoce en EE.UU., *blank check companies*– que se erigen como alternativas viables y rápidas en el acceso a cotización frente a los procesos de salida a bolsa tradicionales².

1. ORIGEN Y FUNCIONAMIENTO DE LA FIGURA EN EE.UU.

1.1 Origen y evolución de la figura

1.1.1 *Las blank check companies como antecedente de las SPACs*

Hasta consolidarse como tal, las SPACs han experimentado una gran evolución desde sus orígenes en el mercado estadounidense a principios de la década de los noventa. Creadas en un contexto de creciente desconfianza en el mercado, las “SPACs de primera generación” surgieron como respuesta a importantes medidas legislativas correctoras que fueron introducidas en EE.UU. con el propósito de controlar el auge e incipiente abuso de las *blank check companies*³. Si bien las *blank check companies* tenían un funcionamiento muy similar al de las actuales SPACs –a fin de cuentas, son su antecedente más moderno–, a ojos del legislador pecaban de un carácter excesivamente especulativo y opaco.

¹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 163, 2021, p. 98; DELGADO, I., HONTORIA, P., IBARRA, A., “Cuestiones prácticas en relación con las combinaciones de negocios entre SPACs y sociedades cotizadas españolas”, LA LEY (ed.), 2022 *Práctica Mercantil para abogados*, LA LEY, Madrid, 2022, pp. 2-3.

² BERGER, R., “SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, núm. 3, 2008, p. 68.

³ Durante la década de los 80, estas sociedades fueron frecuentemente utilizadas para estafar a inversores poco sofisticados a través de la venta de títulos a un precio inflado, beneficiándose los patrocinadores de la diferencia existente entre éste y el precio real del título (*pump and dump scheme*). HEYMAN, D.K., “From Blank Check Company to SPAC: the Regulator’s response to the Market, and the Market’s response to regulation”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2, 2007, pp. 532-533.

En este contexto, el Congreso de los EE.UU. aprobó la *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990* (“**PSRA**”) con la intención de dotar a este tipo de sociedades de un marco regulatorio más preciso, que favoreciese la transparencia y la protección de los inversores minoristas⁴. Entre otras cosas, la PSRA modificó la *Securities Act of 1933*, introduciendo un nuevo artículo 77g en el que se definió las *blank check companies* como sociedades en fase de desarrollo, emisoras de *penny stocks*⁵, que (a) no tuvieran un plan de negocio o propósito específico, o (b) manifestasen su intención de participar en una fusión o adquisición con una empresa o empresas no identificadas⁶. Además de imponer una serie de exigencias de transparencia, de uso de los ingresos obtenidos y de distribución de valores, la PSRA reconoció a los accionistas un derecho de separación en caso de que la integración no se consumara⁷.

En materia de protección de inversores minoristas, la PSRA modificó también la *Securities Exchange Act of 1934* para actualizar el concepto de *penny stocks* a través de una delimitación negativa. Para lo que a este análisis interesa –toda vez que esta salvedad resultó ser la base del diseño de las primeras SPACs–, la reforma permitió que las sociedades quedaran excluidas de la definición de emisoras de *penny stocks*, bien a través de la emisión de títulos con un precio superior a 5 dólares por acción, bien con la presentación de unos niveles de activos netos post-oferta superiores a 5 millones de dólares⁸.

Estas medidas, sin embargo, resultaron insuficientes y las *blank check companies* siguieron proliferando en un contexto de expansión y euforia de los mercados⁹. La *Securities and Exchange Commission* (“**SEC**”), la máxima autoridad regulatoria del país, tomó entonces el relevo del legislador y promovió reformas adicionales a través de la *Rule 419*. Esta nueva norma consolidó muchas de las exigencias de transparencia ya adelantadas por la PSRA, entre las que destacaron: (i) el deber de depositar los ingresos

⁴ *Vid.* Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990. Public Law n. ° 101-429, 104 STAT.951.

⁵ El término *penny stocks* hace referencia a títulos de un valor inferior a cinco dólares por acción negociados en mercados no organizados. Al quedar fuera del radar de las autoridades supervisoras –no estaban registrados ni aprobados para registro–, fue práctica habitual durante la década de los 80 utilizarlos para manipular las expectativas de los inversores particulares. La PSRA fue aprobada con vistas a corregir los abusos en las transacciones llevadas a cabo con *penny stocks*. HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 535.

⁶ *Vid.* Section 7 (77g) Securities Act of 1933.

⁷ HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 537.

⁸ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 111. *Vid.* Section 3(a) (51) Securities Exchange Act of 1934.

⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 111.

obtenidos tras la oferta inicial de valores en una cuenta de garantía bloqueada¹⁰; (ii) la restricción al uso de los mismos hasta que se cumplieran las condiciones de compra¹¹; (iii) la obligación de divulgar información financiera suficiente, tanto de la sociedad adquirente como de la adquirida, a través de un folleto; (iv) la concesión de un derecho de separación para aquellos inversores que decidiesen abandonar la sociedad; y (v) la imposición de un plazo de 18 meses para acometer la operación o disolverse¹².

Estos controles tuvieron éxito en la lucha contra las prácticas abusivas que habían sido habituales, pero no consiguieron extinguir por completo la figura, que seguía siendo enormemente útil para las pequeñas empresas en la búsqueda de nueva financiación¹³.

1.1.2 Las “SPACs de primera generación” como respuesta a la Rule 419 de la SEC

Aupadas por el constante crecimiento y la expansión de la economía, las “SPACs de primera generación” se diseñaron de tal forma que no quedaran sujetas a las restricciones de la *Rule 419*, mientras adoptaban de forma voluntaria ciertos aspectos que las dotaran de una mayor transparencia y confianza de cara al mercado. Así pues, se convirtieron en estructuras de inversión que se ceñían a la normativa –haciendo que la SEC no las percibiera como potenciales estafas que debieran ser objeto de controles más estrictos–, aun estando técnicamente exentas¹⁴. De este modo, los gestores disponían de un margen de libertad suficiente para poder alterar la estructura y hacerla más atractiva para la captación de fondos.

Para que esto así fuera, las SPACs debían quedar excluidas de la definición de *penny stocks*. En vistas de que la primera de las alternativas para lograr esta exclusión era de excesivamente fácil cumplimiento, la SEC decidió dejarla sin efecto, manteniendo únicamente en vigor la segunda opción; esto es, los activos netos de la sociedad post-oferta debían ser superiores a 5 millones de dólares¹⁵. Así las cosas, las “SPACs de

¹⁰ Esta cuenta debía ser una institución de depósito asegurada o una cuenta bancaria separada en la que un corredor o distribuidor con un capital neto superior a 25.000 dólares actuase como fiduciario. HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 538.

¹¹ Quizá la condición más importante era aquella que establecía que el valor de la sociedad *target* debía ser superior al 80 por ciento del importe total recaudado en la oferta inicial de valores.

¹² HEYMAN, D.K., *op. cit.*, pp. 538-539.

¹³ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 112.

¹⁴ HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 540.

¹⁵ Este requisito, que sigue siendo de aplicación en la actualidad, se desdobra entre: (i) las sociedades que llevan más de tres años en funcionamiento, para las que el volumen de activos netos tras la oferta debe ser superior a 2 millones de dólares, y (ii) las sociedades con menos de tres años de funcionamiento, a las que

primera generación” se diseñaron para aprovechar esta exención, configurando la oferta de tal modo que, tras ésta, la sociedad dispusiera de los activos netos tangibles suficientes¹⁶. Demostrando su alineamiento con la postura de la SEC, las “SPACs de primera generación” adoptaron las siguientes exigencias de la *Rule 419*:

- Los fondos obtenidos en la oferta pública debían depositarse, en su mayoría, en una cuenta *trust* que sería liberada una vez se concretara la operación de integración. Al respecto, las “SPACs de primera generación” establecieron como requisito la inversión de las cantidades en ella custodiadas en productos seguros y líquidos a corto plazo, como podían ser los bonos del Tesoro estadounidense. Como contrapeso a esta previsión, y separándose por completo de la *Rule 419*, estas SPACs permitieron que las acciones adquiridas por los inversores pudieran ser objeto de negociación libre en el mercado desde el mismo momento de su cotización inicial¹⁷.
- La valoración de la sociedad *target* debía superar el 80 por ciento del activo neto de la SPAC en el momento de la integración¹⁸.
- Las “SPACs de primera generación” reconocían, asimismo, el derecho de separación de los accionistas en caso de que éstos reconsiderasen su inversión. Ahora bien, para su ejercicio era necesario que la mayoría de ellos –más del 80 por ciento– votaran a favor de la operación de integración con la sociedad *target*. En caso contrario, la SPAC debía ser necesariamente liquidada¹⁹.
- La sociedad disponía de un plazo de 18 meses para manifestar la intención de los gestores de la SPAC de entablar negociaciones con la potencial sociedad *target*. Transcurrido el plazo sin resultado, la SPAC se disolvería. Si las negociaciones tenían éxito, por el contrario, se ampliaba el margen de maniobra hasta alcanzar los 24 meses desde la salida a bolsa²⁰.

aplica el límite de 5 millones ya analizado. Las SPACs, por su particular operativa, pertenecen a esta última categoría. FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 114.

¹⁶ HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 541.

¹⁷ JENKINSON, T., SOUSA, M., “Why SPAC Investors Should Listen to the Market”, 2009, p. 3.

¹⁸ RIEMER, D.S., “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?”, *Washington University Law Review* 931, vol. 85, 2007, p. 954.

¹⁹ Este límite se conoce como el umbral de redención. HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 542.

²⁰ *Id.*

Estas “SPACs de primera generación”, sin embargo, no alcanzaron el éxito deseado, principalmente por el boom tecnológico que aconteció a mediados de los 90, a raíz del cual empresas más pequeñas tuvieron un mejor acceso a las salidas a bolsa tradicionales²¹. El éxito de las primeras SPACs de David Nussbaum²², sin embargo, puso de manifiesto que este vehículo de inversión resultaba ser una alternativa innovadora, rentable y segura para la captación de fondos en el futuro²³.

1.1.3 Las “SPACs de segunda generación” y el resurgir del éxito

El final de la burbuja de las *dot-com*, a comienzos del nuevo milenio, trajo consigo el resurgimiento de las SPACs en su configuración actual²⁴. El pistoletazo de salida se produjo en 2003 cuando Nussbaum, de la mano de EarlBirdCapital –su nuevo banco de inversión *boutique*–, presentó la SPAC Millstream Acquisition Corp., que salió a cotizar en agosto de 2003 y adquirió NationsHealth, LLC en marzo de 2004²⁵. Desde entonces, las llamadas “SPACs de segunda generación” no dejaron de sucederse, recibiendo el respaldo definitivo del mercado en 2008, cuando Nasdaq Stock Market, Inc. (“**Nasdaq**”) y el *New York Stock Exchange* (“**NYSE**”) permitieron, por primera vez, que las SPACs cotizasen en el mercado regulado²⁶. También ampliaron el plazo para acometer la integración con la sociedad *target* hasta los 36 meses.

Lo que parecía ser la consolidación del mercado estadounidense de SPACs, no obstante, quedó sin efecto con la crisis financiera de 2008. El declive de los mercados de renta variable y la disminución de la actividad de salidas a bolsa paralizó casi por completo el recurso a estos vehículos de inversión²⁷ y la figura de la SPAC parecía entrar prácticamente en vías de extinción²⁸.

²¹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro todo lo que reluce?”, *Diálogos jurídicos 2022*, 2022, p. 135.

²² David Nussbaum, por aquel entonces presidente de GKN Securities, fue el banquero de inversión detrás del diseño de las primeras SPACs. En 1993, Nussbaum y su equipo lanzaron trece SPACs al mercado, doce de las cuales completaron adquisiciones con éxito. RIEMER, D.S., *op. cit.*, p. 945.

²³ *Ibid.*, p. 947.

²⁴ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 115.

²⁵ RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., “Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs”, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 37, 2012, p. 878.

²⁶ Hasta 2008, las normas de cotización de NYSE exigían que las empresas tuvieran beneficios o historial de explotación, por lo que no existía vía para la cotización de las SPACs. MURRAY, J.S., “The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs”, (manuscrito no publicado), 2014, p. 8.

²⁷ WITTLIN, F., FERRIS, K., “Can the SPAC Make It Back? Structural Changes Including Eliminating the Stockholder Vote to Approve an Initial Acquisition May Help Renew Interest in SPACs”, *Bloomberg Law Reports*, 2010, p. 1.

²⁸ RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., “Exit, Voice...”, *op. cit.*, p. 878.

1.1.4 Las “SPACs de tercera generación” y el cambio estructural del derecho de voto

Aunque las condiciones del mercado desempeñaron un papel fundamental en la difícil situación de las SPACs entre 2008 y 2011, parte del estancamiento residía también en su propia estructura. Dos de las características principales de la SPAC –esto es, el derecho de voto sobre la adquisición de la sociedad *target* y el derecho de separación de los accionistas– obstaculizaban excesivamente su habilidad para captar fondos y atraer a sociedades con las que integrarse²⁹. Así las cosas, las “SPACs de tercera generación” que resurgieron tras la crisis se caracterizaron por la supresión del derecho de voto sobre la adquisición de la sociedad *target* y el alzamiento de los umbrales de redención³⁰.

En lugar del primero, a propuesta del Nasdaq³¹, las SPACs establecieron una especie de OPA a la que los accionistas podían acudir en caso de que la sociedad propuesta no fuese de su interés³². De esta manera, los inversores podían “votar con los pies” y vender sus acciones a la propia SPAC, que las recompraría por su valor de reembolso³³. A pesar de que esto suponía la eliminación de un derecho de gran cariz garantista, la SEC aceptó, a sabiendas de que esta supresión evitaría que los fondos de cobertura –los principales accionistas de estas SPACs– utilizaran la amenaza del voto en contra para extorsionar a los directivos a cambio de compensaciones adicionales³⁴. Respecto del segundo, las “SPACs de tercera generación” apuntalaron una tendencia ya vislumbrada en sus antecesoras: la subida del umbral de redención. Este límite, que hace referencia al porcentaje máximo de acciones de una SPAC que se pueden rescatar sin que

²⁹ WITTLIN, F., FERRIS, K., *op. cit.*, pp. 1-2.

³⁰ REDDY, B., “The SPACtacular Rise of the Special Purpose Acquisition Company: A Retail Investor’s Worst Nightmare”, *University of Cambridge Legal Studies Research Paper Series*, núm. 32/2021, 2021, p. 15-16.

³¹ Esta propuesta no fue secundada por NYSE, que siguió exigiendo el requisito de aprobación de los accionistas para que la SPAC cotizase. *Id.*

³² MURRAY, J.S., “Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations”, *Review of Integrative Business and Economics Research*, vol. 6, núm. 2, 2017, p. 10.

³³ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 117.

³⁴ Esta práctica, conocida como *greenmailing* o *SPACmailing*, era llevada a cabo por los fondos de cobertura y consistía en comprar grandes posiciones en una SPAC para, posteriormente, amenazar a sus gestores con una adquisición hostil. Para evitarlo, la SPAC se veía obligada a recomprar las acciones a un precio muy superior. RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., “Redeeming SPACs”, *University of Georgia School of Law Research Paper Series*, núm. 09, 2021, p. 26; REDDY, B., *op. cit.*, pp. 14-15.

ésta deba liquidarse, pasó de situarse entre el 30 y el 40 por ciento en las “SPACs de segunda generación” hasta casi el 80 por ciento en las SPACs a partir de 2012³⁵.

1.1.5 Las “SPACs de cuarta generación” y la SPAC Manía

A partir de 2015, las “SPACs de cuarta generación” atrajeron la atención de los grandes bancos de inversión estadounidenses³⁶, consolidando la figura tal y como la conocemos en la actualidad. Su éxito se debió, principalmente, a la decisión de NYSE de asemejar sus estándares a los de otros mercados, contemplando la opción de OPA para el ejercicio por parte de los inversores de su derecho de reembolso y la supresión del límite máximo del 40 por ciento del umbral de redención³⁷.

Estos cambios despertaron un gran interés por este instrumento de inversión, haciendo que las SPACs pasaran a dominar las emisiones en los años posteriores. Si bien la vuelta a los niveles pre-crisis se produjo en 2019, el verdadero salto cualitativo no tuvo lugar hasta 2020, cuando la salida a bolsa de 248 SPACs logró recaudar más de 80.000 millones de dólares³⁸. Con el inicio de lo que se conoce como la “SPAC Manía”³⁹, las SPACs atrajeron más capital en un solo ejercicio que en toda su historia e incluso rozaron los niveles recaudados por las salidas a bolsa tradicionales. En 2021, la cantidad recaudada se multiplicó y las 613 SPACs que entraron a cotizar reunieron más de 160.000 millones de dólares en el que, hasta la fecha, ha sido su año más exitoso con diferencia⁴⁰.

1.1.6 ¿Las “SPACs de quinta generación”? Nuevas iniciativas regulatorias de la SEC

La actualidad de las SPACs en el mercado estadounidense bien podría considerarse una nueva fase, marcada por la propuesta normativa de la SEC de marzo de 2022. A través de ella, el organismo aboga por la imposición de requisitos adicionales de

³⁵ LAKICEVIC, M., SHACHMUROVE, Y., VULANOVIC, M., “On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)”, *SSRN Electronic Journal*, 2013, pp. 12-13.

³⁶ Entre 2015 y 2016, Morgan Stanley y Goldman Sachs colocaron SPACs en el mercado por valor de 3.500 y 3.900 millones de dólares, respectivamente. GREENSPAN, R., “Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC. Shares for Free: A Brief History of the SPAC”, *SSRN Electronic Journal*, 2021, p. 27.

³⁷ REDDY, B., *op. cit.*, pp. 16-17.

³⁸ SPAC DATA. <https://spacdata.com/>

³⁹ CONDE, V. MIRANDA, D., “Viabilidad de las SPACs bajo derecho español”, *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1/2022, 2022, p. 6.

⁴⁰ SPAC DATA. <https://spacdata.com/>

divulgación para las SPACs en lo relativo a la salida a bolsa y la operación de integración con la sociedad *target* (comúnmente denominada operación “de-SPAC”)⁴¹.

En primer lugar, la SEC pretende establecer ciertas obligaciones especializadas de divulgación, asimilando las SPACs a las ofertas públicas de valores tradicionales. Así, la SPAC deberá hacer pública información sobre: (i) los *sponsors*, los conflictos de interés que existieran en el seno de la SPAC y la potencial dilución que podrían sufrir los intereses de los inversores y (ii) los antecedentes, las condiciones materiales y los efectos de la transacción “de-SPAC”. Esta mayor publicidad deberá ir acompañada de una declaración de los promotores de la SPAC manifestando que la *business combination* propuesta es una operación justa y razonable para los accionistas (*fairness opinion*)⁴².

En segundo lugar, la propuesta busca diseñar las transacciones de integración, independientemente de su estructura, como ventas de valores a los accionistas de la SPAC. Esto traería consigo la obligatoriedad de presentar una declaración de registro antes de ejecutar la operación “de-SPAC”, no permitiendo la alternativa de presentar una declaración de representación (*proxy statement*) como hasta ahora era práctica habitual⁴³.

A fin de cuentas, y en tercer lugar, la propuesta de la SEC busca alinear la transacción “de-SPAC” con el procedimiento tradicional estadounidense de salida a bolsa⁴⁴. Esto se traduce en: (i) la consideración de la sociedad *target* como co-registrante junto con la SPAC en el momento de presentación de la declaración de registro exigida antes de la operación de M&A⁴⁵; (ii) la imposibilidad de acogerse a la protección que brinda la *Private Securities Litigation Reform Act of 1995* para las declaraciones

⁴¹ SEC, “SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections”, *U.S. Securities and Exchange Commission*, 2022.

⁴² JONES DAY, “*The SEC’s New Proposed SPAC Rules: Death Knell or Much-Needed Guidance?*”, 2022.

⁴³ El *proxy statement* contiene información sobre el negocio de la sociedad *target*, sus estados financieros actualizados y los principales intereses de las partes involucradas. También incluye un análisis sobre los términos de la operación de integración y sobre la estructura de capital post-de-SPAC. SEC, “*What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin*”, 2021; DAVIS POLK, “*SEC proposes new SPAC rules that are expected to significantly reduce SPAC activity*”, 2022.

⁴⁴ Esta propuesta es reflejo de la postura del presidente de la SEC, Gary Gensler, que sostiene que la transacción “de-SPAC” de la que es parte la sociedad *target* es, en esencia, lo que sería su salida a bolsa. Se pretende, por tanto, que los inversores en SPACs reciban la misma protección de la que gozan en las salidas a bolsa tradicionales. *Id.*

⁴⁵ Esto hace que la potencial responsabilidad por declaraciones falsas u omisiones materiales aplique también a los directores de la sociedad *target*. SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM, “*SEC Proposes Significant Changes to Rules Affecting SPACs*”, 2022.

prospectivas⁴⁶; (iii) la consideración del suscriptor participante en la salida a bolsa de la SPAC como suscriptor también de la posterior transacción “de-SPAC” si éste hubiese participado o facilitado la operación de combinación o su financiación⁴⁷; y (iv) la exigencia de que todos los documentos analizados sean difundidos a los accionistas con una antelación mínima de 20 días naturales antes de la celebración de la votación⁴⁸.

En cuarto lugar, en la propuesta se actualizan y amplían las recomendaciones en materia de las proyecciones contenidas en los documentos presentados ante la SEC. Al respecto, se exigirá que las proyecciones financieras tengan un propósito y una base razonables, estableciendo, de cara a los inversores, una clara distinción entre las declaraciones que están fundamentadas en datos históricos y las que no⁴⁹.

En último lugar, la SEC pretende la creación de un puerto seguro para las SPACs que no sean consideradas compañías de inversión en virtud de la *Investment Company Act of 1940*. Para ello deberán cumplir las siguientes condiciones: (i) que sus activos consistan, exclusivamente, en valores o fondos del mercado monetario del Estado y en partidas de efectivo; (ii) que hasta la ejecución de la integración, su actividad esté solamente dirigida a la búsqueda de una sociedad *target*; (iii) que lleve a cabo una *única* transacción de integración, dedicándose tras ella al negocio de la sociedad adquirida; y (iv) que anuncie su intención de acometer la operación dentro de un plazo de 18 meses, completándola en el marco de los 2 años siguientes a contar desde la salida a bolsa⁵⁰.

La nueva regulación de la SEC, que se espera entre en vigor esta primavera⁵¹, ha sido acogida por el sector privado –bancario y legal– con cierto recelo. Las entidades que solían participar en este tipo de transacciones entienden ahora que el aumento de la carga reglamentaria implica la asunción de responsabilidades a las que no están dispuestas⁵². La propuesta, en definitiva, hace que las SPACs pierdan gran parte de su atractivo inicial y parecen reflejar el deseo del regulador por paralizar el recurso a esta figura, algo que no

⁴⁶ Esta norma recoge que las sociedades están protegidas de la responsabilidad por declaraciones prospectivas si éstas están acompañadas de las advertencias pertinentes. *Id.*

⁴⁷ Esto supondría un cambio de tendencia en la postura de los bancos de inversión suscriptores de las ofertas iniciales de valores, que históricamente han optado por evitar tal condición en las operaciones “de-SPAC” para sortear las potenciales responsabilidades que pudieran surgir al respecto. DAVIS POLK, *op. cit.*

⁴⁸ SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM, *op. cit.*

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ JONES DAY. *op. cit.*

⁵¹ HO, S., “SEC Plans to Finalize Two Dozen Rules in 2023”, *Thomson Reuters Tax & Accounting*, 2023.

⁵² GORDON, E., MECHANIC, R., MOORE A., RICCARDI, M., “SEC's Proposed SPAC Rules & Market Reaction”, *Bloomberg Law*, 2022.

concuera con su intención de facilitar la captación de capital⁵³. En el futuro próximo, por lo menos hasta que la situación se estabilice, es posible que las emisiones registren niveles mínimos desde el inicio de la “SPAC Manía”.

1.2 Funcionamiento de las SPACs: el modelo estadounidense

Para abordar el estudio del funcionamiento de una SPAC⁵⁴ se seguirá un enfoque basado en su ciclo de inversión, que se divide en tres fases: (i) la preparación previa a la salida a bolsa, (ii) el periodo de cotización en el que se entablan negociaciones con potenciales sociedades *target* y (iii) la formalización y posterior ejecución del *business combination agreement* con la sociedad seleccionada⁵⁵.

1.2.1 Primera fase: diseño y constitución de la SPAC

Antes de la oferta inicial de la SPAC, ésta celebra una serie de acuerdos formales con sus patrocinadores, sus suscriptores iniciales y, a veces, otros inversores institucionales. La constitución y el diseño de una SPAC, así como la búsqueda de los recursos necesarios para financiarla, corren a cargo de los primeros. Estos profesionales de la industria son quienes atraen los fondos, principalmente por la confianza que inspiran entre los potenciales inversores sus experiencias y trayectorias particulares⁵⁶. Esta tarea, sin embargo, no lleva asociada remuneración o compensación alguna, por lo que los *sponsors* obtienen rentabilidad a través de la adquisición, antes de la salida a bolsa, de un paquete de acciones ordinarias a valor nominal⁵⁷.

Este paquete, que recibe el nombre de *promote*, tiene dos ventajas: (i) primero, permite a los *sponsors*, con un solo desembolso de 25.000 dólares, convertir sus acciones en el 20 por ciento del capital de la SPAC tras su salida a bolsa, y (ii) segundo, les garantiza ser los únicos accionistas con derecho a nombrar a los miembros de su Consejo de Administración⁵⁸. Como contrapeso, este *promote* suele estar sujeto a acuerdos de

⁵³ WHITE & CASE, “SEC Proposes Rules to Regulate SPACs”, 2022.

⁵⁴ Se estudia el funcionamiento de la SPAC tal y como éste ha sido hasta el momento, sin tener en cuenta las posibles ramificaciones que la aprobación de la propuesta de la SEC podría traer consigo.

⁵⁵ DELGADO, I., HONTORIA, P., IBARRA, A., *op. cit.*, p. 4.

⁵⁶ Puesto que las SPACs no tienen una actividad empresarial que las identifique hasta el momento de su integración con la sociedad *target*, el elemento que verdaderamente las define y diferencia unas de otras es la trayectoria de estos *sponsors*. Por este motivo, se dice que los inversores están esencialmente “apostando por el jinete”. HEYMAN, D.K., *op. cit.*, p. 534.

⁵⁷ KLAUSNER, M.D., OHLROGGE, M., RUAN, E., “A Sober Look at SPACs”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 39, núm. 1, 2022, p. 236.

⁵⁸ SPAMANN, H., GUO, H., “The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 40, núm. 75, 2022, p. 78.

bloqueo (*lock-up agreements*) que lo hacen indisponible durante el año posterior a la adquisición de la sociedad *target*⁵⁹.

Por lo general, a estas *founders' shares* se les une una participación adicional no transferible que los patrocinadores adquieren en el momento de la oferta pública –aunque también se puede emitir en una colocación privada previa– y que, normalmente, tiene la forma de *warrants* con descuento. Estos *warrants* son, en esencia, capital arriesgado por los patrocinadores (*sponsor's at-risk capital*), toda vez que los ingresos de ellos derivados son depositados en la cuenta de garantía⁶⁰; es decir, que dependen de la ejecución de la operación “de-SPAC”. Así las cosas, si transcurrido el plazo establecido, finalmente no se produce una combinación de negocio, entonces lo depositado por los promotores se perderá en el reparto a los inversores⁶¹. Si, por el contrario, la integración se acomete con éxito, la participación de los *sponsors* alcanzará un valor muy significativo. Este es, precisamente, uno de los conflictos de interés que pueden generar una mayor desconfianza a la hora de decidirse por invertir en una SPAC. A fin de cuentas, los promotores están mucho más motivados que los propios inversores para llevar a cabo una integración (estos últimos recuperarán lo invertido incluso en caso de fracaso) y ello, independientemente de que el acuerdo no sea el más beneficioso o rentable posible⁶².

1.2.2 Segunda fase: cotización de la SPAC

En el proceso de salida a bolsa de una SPAC, ésta ha de elaborar un folleto informativo en el que puede identificar, entre otras cuestiones, un sector o negocio específico en el que sus patrocinadores se centrarán para la búsqueda de una sociedad *target* con la que combinarse. No obstante, ello no implica que esté obligada a acometer finalmente la integración con una sociedad del sector identificado⁶³.

⁵⁹ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 7.

⁶⁰ El capital arriesgado suele ascender a una cantidad representativa de entre el 1 y el 3 por ciento del total recaudado y se utiliza normalmente para cubrir los gastos de constitución del vehículo y salida a bolsa. Esto permite que los inversores recuperen prácticamente el total de lo depositado en la cuenta incluso si de ésta se extraen cantidades para financiar el funcionamiento de la sociedad. HALE, L.M., “SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone”, *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, January/February, 2007, p. 70; CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 7.

⁶¹ En la constitución de una SPAC, los promotores y ejecutivos suelen renunciar a sus derechos de reembolso y a sus derechos de participación en la distribución de la cuenta de depósito que tiene lugar en la liquidación. OKUTAN NILSSON, G., “Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies”, *European Business Organization Law Review*, vol. 19, 2018, p. 263; HALE, L.M., *op. cit.*, p. 70.

⁶² FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro...”, *op. cit.*, p. 142.

⁶³ SEC, “What you need...”, *op. cit.*

La salida a bolsa de la sociedad se lleva a cabo a través de una oferta pública de valores⁶⁴, mediante la que se emiten unidades (*units*) cuyo precio inicial de suscripción se fija, por convención, en 10 dólares⁶⁵. Estas unidades están formadas por una acción y un *warrant* o una fracción del mismo –normalmente un tercio– que suele tener un precio de ejercicio de entre el 115 y el 120 por ciento del precio de la acción⁶⁶ y un plazo de ejercicio de cinco años⁶⁷. Al respecto, conviene resaltar que los *warrants* generalmente no pueden ejercerse hasta transcurrido un determinado periodo desde la integración con la sociedad *target* (normalmente 30 días) o un año después de la salida a bolsa. Lo que ocurra más tarde⁶⁸. Si bien esto rige por norma general, la mayoría de las SPACs suelen prever, además, cláusulas de amortización anticipada de los *warrants* si la cotización de la acción se mantiene por encima de un determinado nivel –habitualmente, 18 dólares– durante un periodo de tiempo determinado –por norma general, 30 días–. En estos casos, los titulares de los *warrants* podrán venderlos o ejercerlos antes de que la sociedad los amortice por un precio simbólico (0,01 dólares)⁶⁹.

Ambos componentes de la unidad –esto es, la acción y el *warrant*– no podrán negociarse separadamente hasta que no finalice el plazo para el ejercicio, por parte de las entidades coordinadoras de la oferta, de la opción *green shoe*⁷⁰, que suele fijarse en torno a 50 días tras la salida a bolsa. Transcurrido este periodo, los inversores crean diferentes perfiles de riesgo, pues tienen la posibilidad de amortizar o enajenar la acción a un precio similar al de su adquisición⁷¹ y mantener el *warrant* para ejercerlo cuando las acciones gocen de una valoración superior. Esta estrategia podría considerarse libre de riesgo⁷².

Las cantidades recaudadas por la salida a bolsa son depositadas en su totalidad, como ya se avanzó, en una cuenta de garantía bloqueada (*trust account*) que queda en

⁶⁴ En inglés se emplea el término *initial public offering* para hacer referencia a la salida a bolsa. En España, este término se suele traducir por oferta pública de venta, pero quizá sería más preciso identificarlo con una oferta pública de suscripción, toda vez que es la propia sociedad la que emite las acciones que pasan a cotizar. CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 8.

⁶⁵ KLAUSNER, M.D., OHLROGGE, M., RUAN, E., *op. cit.*, p. 236.

⁶⁶ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 7.

⁶⁷ KLAUSNER, M.D., OHLROGGE, M., RUAN, E., *op. cit.*, p. 236.

⁶⁸ LEWELLEN, S., “SPACs as an Asset Class”, *SSRN Electronic Journal*, 2009, p. 6.

⁶⁹ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 7.

⁷⁰ La opción *green shoe* permite que los suscriptores de una oferta pública vendan, ante la demanda inesperada de valores, más acciones (en torno a un 10 o 15 por ciento más) de las inicialmente previstas. DIMITROVA, L., FONG, M., “The value of Executive Visibility”, *SSRN Electronic Journal*, 2022, p. 12.

⁷¹ Las acciones de la SPAC no suelen sufrir de volatilidad en el precio, que guarda siempre relación con el importe custodiado en la cuenta de garantía. A fin de cuentas, hasta que no se ejecuta la operación de integración, la SPAC se comporta como una cuenta de efectivo. OKUTAN NILSSON, G., *op. cit.*, p. 262.

⁷² SPAMANN, H., GUO, H., *op. cit.*, p. 78.

manos de una tercera parte de confianza⁷³. Los fondos de esta cuenta se invierten normalmente en valores públicos a corto plazo del país en el que cotiza la SPAC⁷⁴ y, manteniéndose en efectivo, solo se liberan para: (i) financiar la combinación de negocio; (ii) contribuir al capital circulante de la sociedad *target*; (iii) llevar a cabo el reembolso de acciones ordinarias en el supuesto de que los inversores acaben optando por abandonar el proyecto; o (iv) ser distribuidos en su totalidad si expira el plazo del que dispone la SPAC para finalizar el proceso de integración, sin que éste se lleve a cabo con éxito⁷⁵.

Como se comentaba, en un principio se deposita en esta cuenta de fideicomiso el 100 por ciento de lo recaudado en la salida bolsa. Ahora bien, los gastos en los que incurre la SPAC durante este proceso son afrontados precisamente con este capital depositado, por lo que los inversores podrían correr el riesgo de no recibir la totalidad de lo invertido en caso de reembolso o disolución⁷⁶. Para contrarrestar esta posible pérdida del valor, los suscriptores de la SPAC normalmente aplazan parte de su margen de suscripción⁷⁷ que, junto con el *at-risk capital* de los *sponsors*, permite a la SPAC depositar el 100 por ciento de los ingresos de la salida a bolsa en la cuenta fiduciaria después de pagar los gastos de la oferta⁷⁸.

El total de esta cuenta cobra especial relevancia por el hecho de que la potencial sociedad *target* objeto de la combinación de negocios deberá tener un valor de mercado igual o superior al 80 por ciento de los activos netos de la SPAC en el momento de la adquisición⁷⁹; esto es, el 80 por ciento del total de la cantidad depositada en su cuenta de fideicomiso (excluyendo del cómputo el margen de suscripción diferido al que antes se hacía referencia)⁸⁰. Para la identificación y adquisición de esta sociedad, la SPAC suele

⁷³ SEC, “What you need...”, *op. cit.*

⁷⁴ Las cantidades obtenidas como resultado de los intereses devengados por la tenencia de estos valores suelen utilizarse para pagar impuestos. DELGADO, I., HONTORIA, P., IBARRA, A., *op. cit.*, p. 5.

⁷⁵ FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro...”, *op. cit.*, p. 139.

⁷⁶ Esta afirmación hace referencia a los inversores iniciales, aquellos que adquieren cada unidad por 10 dólares. Por el contrario, si un inversor adquiere sus acciones en el mercado abierto, por ejemplo, por 12 dólares la unidad, tan sólo tendrá derecho a la parte proporcional que le corresponda de lo acumulado en la cuenta fiduciaria y no al precio que pagó por las acciones en el mercado. SEC, “What you need...”, *op. cit.*

⁷⁷ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “SPAC Momentum Continues in Europe”, 2021, p. 3.

⁷⁸ LAYNE, R., LENAHAN, B., “Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2018.

⁷⁹ Se suele hablar de una única sociedad *target*, pero no existe una limitación al respecto. Es decir, aunque sea poco frecuente, una SPAC puede acabar adquiriendo más de una sociedad *target*, siempre y cuando, en conjunto, todas ellas alcancen como mínimo el 80 por ciento de lo depositado en la cuenta de garantía. NEWMAN, N.F., TRAUTMAN, N.F. “Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 24, núm. 3, 2022, p. 662.

⁸⁰ HALE, L.M., *op. cit.*, p. 70.

autoimponerse un plazo de 18 a 24 meses⁸¹, susceptible de ser ampliado hasta los 36 meses si los estatutos de la SPAC prevén la prórroga y sus accionistas la aprueban⁸². Transcurrido el plazo sin que se complete una integración, la sociedad dejará de existir, devolviéndose el capital a los inversores y liquidándose la SPAC⁸³.

1.2.3 Tercera fase: operación “de-SPAC”

La transacción entre una SPAC y la sociedad *target* seleccionada presenta un procedimiento similar al que se daría en cualquier operación de integración entre dos sociedades⁸⁴. Así, una vez la SPAC identifica una oportunidad inicial de combinación, se inician las negociaciones sobre la operación hasta alcanzar un acuerdo definitivo. Es entonces cuando el procedimiento se desdobra, distinguiéndose entre las SPACs que requieren del voto de los accionistas y las que no. En el primero de los casos, la SPAC celebra una Junta General de Accionistas y proporciona a los inversores una declaración de representación⁸⁵ para que éstos decidan (i) si dan luz verde a la fusión y (ii) si, independientemente de su voto anterior, desean participar de la nueva sociedad resultante o prefieren optar por el reembolso de sus acciones⁸⁶. Si se obtienen los votos necesarios, se aprueba y cierra la transacción. Si no, todos los accionistas resultarían beneficiarios del fideicomiso, teniendo derecho a recibir lo depositado en la cuenta de garantía⁸⁷.

En el segundo de los casos; esto es, si la SPAC no solicita la aprobación de los accionistas, entonces la entrega de una declaración de representación e información no es necesaria y los accionistas reciben únicamente una declaración OPA respecto de sus acciones, con información relativa al ejercicio de su derecho de reembolso⁸⁸.

En cualquier supuesto, se contempla la posibilidad de que el número de accionistas que opten por separarse sea tan elevado⁸⁹, que la SPAC pierda una cantidad

⁸¹ *Ibid.*, p. 68.

⁸² Es práctica común que los accionistas contrarios a la prórroga tengan reconocido un derecho de separación. CLIFFORD CHANCE, “*Guide to Special Purpose Acquisition Companies*”, 2021, p. 7.

⁸³ CUMMING, D., HAß, L. H., SCHWEIZER, D. “The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 47, 2014, p. 198.

⁸⁴ LAYNE, R., LENAHAN, B., *op. cit.*

⁸⁵ SEC, “What you need...”, *op. cit.*

⁸⁶ HARRIS, A.J., “SPAC The Deck: Why the Control Exerted by SPAC Sponsors Subjects De-SPAC Transactions to Entire Fairness Review”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 27(2), núm. 6, 2022, p. 571.

⁸⁷ LAYNE, R., LENAHAN, B., *op. cit.*

⁸⁸ SEC, “What you need...”, *op. cit.*

⁸⁹ La cantidad rescatada de la cuenta de depósito puede llegar a alcanzar fácilmente el 50 por ciento del total depositado. CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 8.

de fondos demasiado grande como para acometer la operación de integración deseada. La cuestión resulta problemática, toda vez que la sociedad *target* ha negociado una cantidad de capital que le ha de ser entregada necesariamente para llevar a cabo la transacción, independientemente de los fondos que se mantienen en la cuenta de depósito⁹⁰. Ante el déficit de tesorería, y para reponer el capital rescatado, los *sponsors* suelen optar por llevar a cabo una colocación privada entre inversores institucionales para que éstos adquieran unidades adicionales⁹¹. Estas colocaciones reciben el nombre de *Private Investment in Public Equity* (“PIPE”) y pueden tener lugar en cualquier momento del proceso. Así, son muchas las SPACs que realizan rondas previas a la salida a bolsa para conocer el interés de estos inversores (*pre-PIPE*), calibrando sus posibles participaciones en caso de un ejercicio masivo del derecho de reembolso en el futuro. Otras, por su parte, optan por realizar colocaciones privadas previas con inversores institucionales que se comprometen a aportar efectivo adicional tras el voto de los accionistas (*PIPE upside*)⁹².

Con respecto a la estructura, la transacción suele tomar la forma de una fusión inversa, a través de la cual la sociedad *target* se integra en la SPAC. Esta fusión inversa puede llegar a tener carácter triangular si la SPAC crea una filial para acometer la operación. En este caso, sería la sociedad filial la que adquiriría la sociedad *target* antes de ser de nuevo absorbida por la propia SPAC⁹³. Independientemente de la forma elegida, el resultado es el mismo: las acciones de la SPAC se convierten en acciones de la *target* y la nueva sociedad combinada pasa a cotizar en bolsa, continuando con el desarrollo operativo de la actividad de la *target*⁹⁴.

2. FUNCIONAMIENTO DE LA FIGURA EN EUROPA

En comparación con EE.UU., el desarrollo de esta figura en Europa es un fenómeno relativamente reciente, que comienza ahora a expandirse y consolidarse. Aunque con unas cifras mucho menores a las registradas en su país de origen, los volúmenes europeos no son insignificantes. No en vano, en Europa, durante 2021, se triplicó el número de operaciones de este tipo, casi multiplicando por ocho el volumen de

⁹⁰ FAGAN, F. & LEVMORE, S., “SPACs, PIPEs and Common Investors”, *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics*, núm. 954, 2022, p. 8.

⁹¹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro...”, *op. cit.*, p. 139.

⁹² FAGAN, F. & LEVMORE, S., *op. cit.* p. 8.

⁹³ KRULISH, L.A., “Defending the de-SPAC Merger: What Standard of Review Applies?”, *Baylor Law Review*, vol. 74(2), p. 497.

⁹⁴ SEC, “What you need...”, *op. cit.*

fondos recaudados en comparación con el año anterior⁹⁵. En 2021 cotizaron 38 SPACs en todo el continente –16 de ellas lo hicieron en Euronext Ámsterdam (Países Bajos), una de las jurisdicciones europeas más atractivas en la actualidad–, recaudando una cantidad de aproximadamente 7.000 millones de euros en total⁹⁶.

Se realiza a continuación un análisis comparativo sobre los países europeos que más abiertamente han acogido la figura⁹⁷. De entre todos ellos, solo Bélgica, Italia y nuestro país –como más adelante se estudiará– han escenificado intentos por dotar a este tipo de sociedades de un marco jurídico especializado. El resto, por el contrario, no cuentan con una regulación concreta, sino que buscan su encaje en las disposiciones generales de su derecho societario y bancario⁹⁸. En cualquier caso, todas las jurisdicciones tienen en común su intento por atraer este tipo de inversiones, proporcionándoles un ecosistema lo más similar posible al estadounidense que tanto éxito ha cosechado.

2.1 Países Bajos

A pesar de que Países Bajos es uno de los países que antes se anunciaban como faltos de una regulación específica en materia de SPACs, su mercado es el que más frecuentemente ha acogido salidas a bolsa de esta figura. Ello se debe, principalmente, a que la jurisdicción neerlandesa resulta ser muy similar a la estadounidense; sobre todo, en lo que se refiere a la consideración de las operaciones con SPACs como salidas a bolsa simplificadas y a la posibilidad de negociación continua de las acciones⁹⁹. En este sentido, Euronext Ámsterdam se ha establecido como plaza de referencia, especialmente por la flexibilidad de su sistema de cotización, abierto tanto a las sociedades anónimas (*Naamloze Vennootschap* o “NVs”) como a las de responsabilidad limitada (*Besloten Vennootschap* o “BVs”)¹⁰⁰.

⁹⁵ DE HEREDIA, T., GARCÍA, M., FERNÁNDEZ-GALIANO, J., “The SPACs boom”, *Deloitte Insights*, 2021.

⁹⁶ D’ALVIA, D., “From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US”, *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2023, p. 18.

⁹⁷ En el análisis se tratarán cuestiones como los votos necesarios para aprobar la operación de integración, la configuración de las *units* y el *promote*, el tamaño de la sociedad *target* y el plazo para acometer la operación “de-SPAC”.

⁹⁸ D’ALVIA, D., *op. cit.*, p. 37.

⁹⁹ *Ibid.*, p. 20.

¹⁰⁰ *Id.*

En lo relativo a la ejecución de la operación de integración, las SPACs listadas en Ámsterdam necesitan la aprobación (i) del 70 por ciento de los votos emitidos (siempre y cuando el quórum sea de al menos entre el 33 y el 50 por ciento de las acciones en circulación) o (ii) de más del 50 por ciento de los votos emitidos (sin requisito de quórum)¹⁰¹. Al respecto, conviene destacar que, en principio, se permite el reembolso a los accionistas tanto en los casos de voto a favor como en contra de la operación “de-SPAC”. Ahora bien, ello puede verse impedido por el límite máximo de reembolso al que quedan sujetas algunas de las sociedades neerlandesas; y ello, porque las SPACs constituidas como NVs no pueden reembolsar más del 50 por ciento de sus acciones, lo que se traduce en la imposibilidad práctica de que los inversores que hayan votado a favor de la operación rescaten sus acciones. Las BVs, por su parte, sí tienen permitido el reembolso “total”, con el límite de la cantidad depositada en la cuenta de reserva¹⁰².

Esta distinción entre sociedades se mantiene también en el porcentaje máximo de *promote* que pueden ostentar los *sponsors*¹⁰³, y que normalmente asciende a entre el 10 y el 30 por ciento de las acciones tras la salida a bolsa de la SPAC. En el caso de las NVs, el porcentaje de acciones en manos de los promotores no puede superar en ningún caso el límite de 30 por ciento, evitando que aplique la obligación de formular una OPA respecto de las acciones restantes. En las BVs este porcentaje no rige¹⁰⁴. En las *units*, con un precio que suele variar entre los 10 y los 60 euros, se mantiene el sistema estadounidense en base al cual éstas se componen de una acción y un *warrant*. Estos últimos tienen un precio de ejercicio que se fija en el 115 por ciento del precio de la acción y normalmente se emiten al cierre de la salida a bolsa¹⁰⁵.

Por último, en Países Bajos no existe la regla de que la sociedad objetivo deba tener una valoración igual o superior al 80 por ciento de lo recaudado en la salida a bolsa. Así las cosas, las SPACs listadas en Euronext Ámsterdam tienen plena libertad para la identificación de la sociedad *target*, pudiendo facilitar a los inversores un listado de directrices que aplicarán en la evaluación de las potenciales sociedades con las que

¹⁰¹ Destacar, además, que no existe ninguna prohibición en la legislación holandesa que impida la votación de las acciones de los patrocinadores. FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *op. cit.*, p. 2.

¹⁰² *Id.*

¹⁰³ Por él suelen pagar, de media, entre 1.533 y 90.000 euros. *Ibid.*, p. 6.

¹⁰⁴ *Ibid.*, p. 2.

¹⁰⁵ D'ALVIA, D., *op. cit.*, p. 21.

acometer la integración¹⁰⁶. El plazo para la ejecución de esta operación será de 24 meses, susceptible de ampliarse hasta los 30 meses si los accionistas así lo acuerdan¹⁰⁷.

2.2 Alemania

En Alemania tampoco existen requisitos específicos de cotización para las SPACs –que necesariamente deben ser sociedades anónimas–, por lo que éstas quedan sujetas a las normas previstas para cualquier sociedad cotizada en el mercado regulado. En un principio, las SPACs –al tener menos de tres años de vida– no tendrían permitida la entrada a cotización en la Bolsa de Fráncfort. Ahora bien, la normativa alemana prevé una salvedad: podrán cotizar si ello redundaría en interés de la propia SPAC y de los inversores públicos en general. Este requisito se considera cumplido si la SPAC incluye en su folleto: (i) sus características y objetivos, (ii) la previsión de que un desembolso de los fondos custodiados requerirá la aprobación del 50 por ciento de los accionistas y (iii) la devolución de las cantidades recaudadas en caso de disolución de la sociedad¹⁰⁸.

Los principales problemas que surgen en el diseño de una SPAC en base al derecho alemán de la Bolsa de Fráncfort son: primero, que los fondos obtenidos en la salida a bolsa deben ponerse a libre disposición del Consejo de Administración de la SPAC; segundo, que el ejercicio de *warrants* está rodeado de cierta incertidumbre según la doctrina alemana; tercero, que las acciones de los *sponsors* –al estar estructuradas como acciones de carácter preferente– implican una renuncia del derecho de voto y una preferencia en el cobro de los beneficios; y, cuarto, que existe un límite de autocartera del 10 por ciento del capital social total, impidiendo la adquisición en masa de las acciones de los inversores salientes¹⁰⁹. Todos estos obstáculos han propiciado que las SPACs que cotizan en la Bolsa de Fráncfort opten por hacerlo habiéndose constituido conforme a ley luxemburguesa¹¹⁰. Esto, unido a los requisitos de cotización de obligado cumplimiento a los que antes se hacía referencia, hace que las SPACs de la Bolsa de Fráncfort se configuren de una forma muy similar a las estadounidenses.

En lo que respecta a la operación de integración, se necesita la aprobación del 50 por ciento de los votos emitidos por la SPAC para acometer la combinación de negocios.

¹⁰⁶ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *op. cit.*, p. 4.

¹⁰⁷ *Id.*

¹⁰⁸ D'ALVIA, D., *op. cit.*, p. 25.

¹⁰⁹ *Id.*

¹¹⁰ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *op. cit.*, p. 2.

Al respecto, dos puntualizaciones: primero, que los *sponsors* –cuyo *promote* asciende, como en EE.UU., al 20 por ciento de las acciones en circulación– pueden votar también la adquisición de la sociedad *target* y, segundo, que los accionistas pueden rescatar sus acciones independientemente de que ejerzan o no su derecho de voto e incluso del sentido del mismo. El rescate podrá alcanzar el 100 por ciento de las acciones, con el límite lógico de los fondos efectivamente disponibles en la cuenta de garantía¹¹¹.

Al igual que sucede en EE.UU. y de forma similar a como se estructura en Países Bajos, las *units* de las SPACs listadas en Fráncfort tienen un precio de 10 euros y están formadas por una acción y un *warrant*. Esto últimos, con un precio de ejercicio que normalmente se fija en 11,50 euros, dan derecho a un tercio de una acción y se suelen emitir a los accionistas al cierre de la salida a bolsa¹¹².

En cuanto a la sociedad *target* y el plazo máximo para ejecutar la integración, en la Bolsa de Fráncfort no aplica la regla del 80 por ciento de valoración de la sociedad *target*, permitiéndose, de nuevo, plena libertad para seleccionarla y pudiendo facilitar una lista de directrices como en el caso de las sociedades listadas en Países Bajos. El plazo para la operación “de-SPAC” sigue la estela de las jurisdicciones estadounidense y neerlandesa, previéndose 24 meses que podrán prorrogarse automáticamente hasta los 27 meses si ello es necesario para ejecutar la operación por completo¹¹³.

2.3 Reino Unido

Reino Unido es el primer régimen armonizado para SPAC en Europa, con unos requisitos de cotización específicos¹¹⁴. Ello es consecuencia de las nuevas normas de la *Financial Conduct Authority* (“**FCA**”)¹¹⁵, en vigor desde agosto de 2021, que pretenden aumentar la protección de los inversores minoristas y crear en Reino Unido una jurisdicción atractiva para la cotización de SPACs¹¹⁶. En esencia, la FCA establece que

¹¹¹ *Id.*

¹¹² *Ibid.*, p. 6.

¹¹³ *Ibid.*, p. 4.

¹¹⁴ D’ALVIA, D., *op. cit.*, p. 34.

¹¹⁵ La FCA es el organismo de Reino Unido que regula las empresas de servicios financieros, tanto mayoristas como minoristas. Es independiente del gobierno británico y, como tal, se financia a través de las cuotas de los agentes de la industria. FCA, “*About the FCA*”, 2023.

¹¹⁶ CLYDE&CO, “*SPACs in the UK – the new listing rules and their potential impact on deal activity and claims trends*”, 2021.

para que éstas puedan beneficiarse de la no suspensión de la negociación en el momento de anuncio de la operación de integración¹¹⁷ se han de cumplir las siguientes condiciones:

- Las SPACs deberán recaudar, solo de inversores públicos, al menos 100 millones de libras. El no contabilizar las contribuciones de los patrocinadores previas a la salida a bolsa puede resultar un requisito poco competitivo e incluso disuasorio para los *sponsors*, pero se establece en aras de garantizar un capital social sólido y un mínimo de protección de los inversores minoristas¹¹⁸.
- Sobre los requisitos para dar luz verde a la integración, las SPACs, al contrario de lo que sucedía antes de la intervención de la FCA, necesitan la aprobación de los accionistas y el voto favorable de su Consejo de Administración¹¹⁹.
- Los inversores gozan de un derecho de reembolso completo, que podrá ascender hasta el máximo de lo depositado en la cuenta de garantía. Para hacer frente a su posible ejercicio masivo, la SPAC podrá llevar a cabo una reducción de capital, recomprando las acciones de los accionistas que deseen abandonar el proyecto¹²⁰.
- El sistema de compensación de los patrocinadores bajo las nuevas reglas de la FCA se erige de una forma totalmente diferente a la estadounidense. Así, en Reino Unido, los patrocinadores de las SPACs no tienen asignadas ni comisiones adelantadas, ni acciones o *warrants* con descuento, sino acciones preferentes con incentivos alineados con el rendimiento a largo plazo de la sociedad. Este mecanismo pretende evitar asimetrías de beneficios y la ocultación de potenciales conflictos de interés¹²¹.
- Las *units* de las SPACs constituidas bajo Derecho inglés están compuestas por una acción y un *warrant* (que da derecho a un tercio de una acción y tiene un

¹¹⁷ Se solía suspender la cotización para proteger a los inversores, pues se consideraba que en el momento del anuncio de la combinación la información disponible no era suficiente para que los inversores formasen una opinión sólida. *Id.*

¹¹⁸ D'ALVIA, D., *op. cit.*, p. 35.

¹¹⁹ Se excluirá del debate y la votación a los miembros o patrocinadores que (i) participen en el *at-risk capital* de la SPAC o (ii) se encuentren en una situación de conflicto de interés por su relación con la sociedad *target*. FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *op. cit.*, p. 2.

¹²⁰ *Id.*

¹²¹ D'ALVIA, D., *op. cit.*, pp. 35-36.

precio de ejercicio de 11,50 libras normalmente). Al igual que en EE.UU., se permite su negociación por separado transcurrido el plazo de estabilización de precios establecido y se prevé una cláusula de amortización anticipada del *warrant* si la cotización se mantiene al alza durante un periodo de tiempo determinado¹²².

- Al igual que sucedía en otras jurisdicciones europeas, no existe un límite de tamaño mínimo de la sociedad *target*. La FCA tan solo exige que, con motivo del anuncio de la integración, los *sponsors* publiquen una declaración sobre si consideran la operación justa y razonable para los inversores, identificando los posibles conflictos de interés y reflejando los asesoramientos independientes recibidos a propósito de la operación¹²³.
- Las SPACs disponen de un plazo de 2 años desde la admisión a cotización de la sociedad, prorrogable otro año adicional si así lo aprueban los accionistas, para acometer la operación. Como último recurso, y sin necesidad de votación del acuerdo, la SPAC podrá disponer de otros seis meses para finalizarla si ésta se encuentra en un avanzado estado de desarrollo¹²⁴.

2.4 Conclusión: el “forum shopping” como ventaja o amenaza

A la luz del análisis, no cabe duda de que las herramientas innovadoras que los países europeos proponen al mercado y las diferencias existentes entre jurisdicciones en ciertas cuestiones de relevancia pueden generar una especie de “forum shopping” a disposición de los *sponsors*¹²⁵. Esta competición entre regulaciones, sin embargo, no tiene por qué ser necesariamente negativa, sino que puede resultar un incentivo para que los países apoyen este tipo de estructuras, permitiendo una mayor creatividad en la constitución y el funcionamiento de las SPACs siempre y cuando se respeten unos mínimos innegociables en materia de protección de accionistas.

¹²² FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, *op. cit.*, p. 3.

¹²³ *Ibid.*, p. 4.

¹²⁴ CLYDE&CO, *op. cit.*

¹²⁵ D’ALVIA, D., *op. cit.*, pp. 28-29.

3. EL PORQUÉ DEL ÉXITO: LAS SPACS COMO ALTERNATIVA A LAS SALIDAS A BOLSA

El éxito de las SPACs –primero en EE.UU. y más recientemente en Europa– radica, esencialmente, en la evolución de la figura, cuyo diseño y operativa –cada vez más sofisticados y seguros– hacen que ésta se erija como una alternativa viable y atractiva a los habituales procesos de salida a bolsa. Frente a éstos, a las SPACs se les suelen atribuir las ventajas que a continuación se analizan.

En primer lugar, las SPACs asisten a los patrocinadores o *sponsors* en la recaudación de fondos, dándoles la oportunidad de no tener que recurrir al apoyo financiero de otros inversores en el desarrollo de nuevos proyectos¹²⁶. Estos *sponsors*, con un historial de éxito en la búsqueda, adquisición y explotación de empresas en expansión, suelen pertenecer a una de las siguientes cuatro categorías: (i) ejecutivos con experiencia en operaciones que desean realizar adquisiciones en su sector de especialización; (ii) patrocinadores financieros sin fondos que se asocian con inversores de gran trayectoria que financian las operaciones *deal-by-deal*; (iii) gestores de activos alternativos que conciben las SPACs como vehículos para ejecutar transacciones de control y captar oportunidades que no se ajustan al mandato principal de su fondo; o (iv) sociedades cotizadas que utilizan las SPACs como medio para capitalizar el flujo de operaciones normalmente fuera de su enfoque estratégico principal¹²⁷.

En segundo lugar, la participación de los inversores en una SPAC les permite el acceso a adquisiciones y compras que suelen quedar restringidas a fondos de capital riesgo¹²⁸. Y todo ello, además, disfrutando de ciertas medidas protectoras como pueden ser la indisponibilidad de los fondos aportados o la recepción de información actualizada sobre la sociedad *target* para el oportuno ejercicio de su derecho de salida¹²⁹. Además, la inversión les asegura disponer de liquidez, toda vez que, como se ha analizado, las acciones y los *warrants* de la SPAC se negocian en el mercado libremente.

¹²⁶ FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro...”, *op. cit.*, p. 137.

¹²⁷ BERGER, R., *op. cit.*, pp. 68-70.

¹²⁸ No en vano, a las SPACs se las identifica como el “hermano pobre” del *private equity* en el que cualquiera puede invertir (“a poor man’s private equity fund”). RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., “Exit, Voice...”, *op. cit.*, p. 878.

¹²⁹ HALE, L.M., *op. cit.*, pp. 67-68.

En tercer y último lugar, las SPACs brindan a las sociedades *target* la posibilidad de acceder al mercado a través de un proceso negociado de forma privada –lo que proporciona certeza en la fijación del precio– y, habitualmente, menos costoso¹³⁰. Además, al contrario que en una salida a bolsa tradicional, les ofrece la posibilidad de acceder a una operación diseñada específicamente para atender sus necesidades. Así, la mayoría de sociedades que entablan conversaciones con SPACs coinciden en: (i) su carácter cerrado y maduro; (ii) su pertenencia a sectores de circunstancias complicadas y no aptas para una salida a bolsa; (iii) su necesidad de efectivo, fácilmente disponible y barato; (iv) su búsqueda de un equipo gestor especializado y con experiencia, (v) su deseo de gozar de una estructura de transacción colaborativa que permita la alineación de los intereses propios con los de los accionistas, (vi) su dificultad a la hora de obtener una métrica de valoración comparable a las empresas de su sector y (vii) su intención de crecer y expandirse aun cuando no existan compradores estratégicos disponibles¹³¹.

Estas notas positivas, sin embargo, no deben hacer olvidar que las SPACs son instrumentos de estructura compleja, con ciertos costes ocultos que han de ser advertidos. De entre todos ellos, los que más atención merecen son, de una parte, la asimetría de información que se da entre los *sponsors* y los inversores –por ejemplo, por el hecho de que los promotores no estén obligados a hacer pública una sociedad *target* identificada de antemano– y, de otra, los incentivos que reciben los primeros y que crean el escenario propicio para la aparición de graves conflictos de interés –principalmente, por la pérdida de la inversión inicial de los *sponsors* si no se produce una operación de integración–¹³². Estos dos aspectos, como se analizó antes, están entre las cuestiones que se consideran problemáticas y que se pretenden atajar con nuevas propuestas regulatorias.

¹³⁰ A través de una SPAC, el precio se fija de antemano en el acuerdo de integración. Ahorrando el *roadshow* y las negociaciones previas de colocación de acciones, la sociedad *target* se ve protegida frente a la volatilidad del mercado. Respecto de los costes, las operaciones de integración con SPACs suelen tener una menor duración que las ofertas de valores públicas, además de un número significativamente menor de trámites. FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro...”, *op. cit.*, p. 137.

¹³¹ BERGER, R., *op. cit.*, p. 68.

¹³² FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro...”, *op. cit.*, p. 138.

III. NUEVA LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

1. REFORMA DE LA LSC: INTRODUCCIÓN DE LAS SPACS EN ESPAÑA

La Ley 6/2023, que entró en vigor con carácter general el pasado 7 de abril, se erige en la actualidad como la nueva ley marco de los mercados de valores¹³³, sustituyendo a la que hasta el momento había sido la norma de referencia: el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

La nueva Ley de los Mercados de los Valores –que, entre otras cosas, transpone hasta cinco directivas europeas del ámbito financiero– cobra especial relevancia para el presente Trabajo en la medida en que introduce las SPACs por primera vez en el ordenamiento jurídico español. Como se trae a colación en su Preámbulo y confirma el análisis previo realizado, la búsqueda de acomodo de este tipo de sociedades sigue la estela de otros regímenes europeos y responde a la necesidad de acelerar la bursatilización de la economía, reducir la dependencia bancaria y abrir nuevas vías de financiación para las sociedades españolas, cuestiones para las que las SPACs resultarían enormemente útiles¹³⁴.

En concreto, la entrada de esta figura en España se produce a través de la disposición final sexta de la Ley 6/2023 por la que se introduce en la LSC un nuevo Capítulo VIII bis sobre “Especialidades de las Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición”, comprendido dentro del título XIV de “Sociedades anónimas cotizadas”. Se añaden, así, cuatro nuevos artículos –los artículos 535 bis a 535 quinquies LSC¹³⁵– que son los que, de ahora en adelante, contendrán el encaje jurídico y las particularidades regulatorias de las SPACs en nuestro país.

¹³³ El momento actual es resultado de un proceso que se inició el 28 de junio de 2022, cuando el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores y los Servicios de Inversión (el “**Proyecto de Ley**”). Meses más tarde, entre diciembre y febrero de 2023, el Proyecto de Ley fue ratificado por el Congreso de los Diputados y el Senado, respectivamente. En ninguna de las dos fases del trámite se registraron votos en contra. El Proyecto de Ley volvió entonces al Congreso para su último examen y fue aprobado definitivamente con un amplio consenso el 9 de marzo de 2023, publicándose en el Boletín Oficial del Estado (“**BOE**”) el 18 de marzo siguiente.

¹³⁴ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión.

¹³⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

2. ARTÍCULO 535 BIS LSC: APROXIMACIÓN CONCEPTUAL

2.1 Definición de SPAC

El primero de los nuevos preceptos, el artículo 535 bis LSC, se aproxima a la figura a través de la siguiente definición:

“1. Se entenderá por sociedad cotizada con propósito para la adquisición aquella que se constituya con el objeto de adquirir la totalidad o una participación en el capital de otra sociedad o sociedades cotizadas o no cotizadas, ya sea directa o indirectamente, a título de compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u otras operaciones análogas y cuyas únicas actividades hasta ese momento sean la oferta pública de valores inicial, la solicitud a admisión a negociación y las conducentes a la adquisición que, en su caso, sea aprobada por la Junta General de accionistas”.

Al respecto, conviene realizar tres puntualizaciones. En primer lugar, destacar que se contempla la posibilidad de que la sociedad o sociedades *target* sean de capital abierto o cerrado—esto es, cotizadas o no cotizadas—y que se adquiera la totalidad o tan solo una parte de su capital social. El prever, de inicio, esta doble opción abre el sentido de ser de una SPAC y hace hincapié en que ésta no ha de ser entendida únicamente como una vía más accesible y rápida de salida a bolsa, sino también como una sólida alternativa para la captación de fondos.

En segundo lugar, se extrae de la definición una interpretación amplia del concepto de “adquisición” para recoger un abanico de posibles escenarios¹³⁶. Así, la operación “de-SPAC” podrá ejecutarse a través de una: (i) compraventa, (ii) fusión, (iii) escisión, (iv) aportación no dineraria, (v) cesión global de activos y pasivos, (vi) transacción de similar naturaleza o, incluso, (vii) una combinación de cualquiera de las estructuras anteriores¹³⁷. En cualquier caso, e independientemente de la forma, la integración podrá llevarse a cabo de forma directa o indirecta. Se permite, por tanto, la posibilidad de que la SPAC constituya una sociedad filial para ejecutar la transacción, reflejando una de las prácticas más extendidas para el diseño de este tipo de operaciones.

¹³⁶ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 99.

¹³⁷ PÉREZ-LLORCA, “Nueva Ley del Mercado de Valores: sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (“SPAC”)”, 2023, p. 1.

En tercer lugar, se hace referencia a la no operatividad de la SPAC hasta que no se produzca la adquisición de la sociedad *target* y se adopte, como consecuencia inmediata, la actividad de esta última. Así las cosas, y hasta ese momento, la SPAC permanecerá inactiva salvo en lo que respecta a las actividades conducentes a: (i) la oferta pública de valores inicial, (ii) la solicitud de admisión a cotización o negociación de sus acciones –según el mercado de que se trate– y (iii) la aprobación de la adquisición por parte de la Junta General de Accionistas.

El artículo 535 bis LSC, además de la definición, incluye ciertas previsiones adicionales que delimitan el marco legal que le será de aplicación a una SPAC configurada bajo Derecho español y que se analizan a continuación.

2.2 Sobre la existencia de una cuenta de depósito

El apartado 2 recoge la obligación de *inmovilizar* los fondos recaudados en la salida a bolsa en una “cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la [SPAC]”¹³⁸. Esta cuenta, también denominada “transitoria” en artículos posteriores, será una especie de cuenta *escrow*¹³⁹, toda vez que el *trust* típicamente americano es una figura no regulada en nuestro ordenamiento jurídico.

De la lectura literal del precepto, merecen especial atención las siguientes notas: primero, la aparente imposibilidad de, al contrario de lo que sucede en las SPACs estadounidenses, invertir las cantidades recaudadas en activos seguros como bonos del Estado español y, segundo, la falta de claridad respecto de si los fondos obtenidos pasan a ser titularidad de la SPAC –asemejando nuestra práctica a la alemana, donde el capital es titularidad del equipo directivo– o si ésta se comporta como una simple depositaria¹⁴⁰.

2.3 Sobre la denominación social

El apartado 3 apunta que la denominación social de la SPAC deberá incluir la indicación “Sociedad cotizada con Propósito para la Adquisición” o, en su caso, la abreviatura resultante de su nombre en inglés: “SPAC, S.A.”

¹³⁸ Hay quienes defendían que la imposición legal de creación de esta cuenta no era necesaria, pues, por su naturaleza y propósito, sería el propio mercado el que exigiría su existencia antes de invertir en la SPAC y no existía obstáculo legal que impidiera su creación. CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 10.

¹³⁹ Esta cuenta tiene aspectos típicos de los contratos de depósito y mandato y es habitual en operaciones de M&A. CAMACHO NUÑEZ, A., “Las SPAC españolas”, *Remaress*, 2022.

¹⁴⁰ *Id.*

2.4 Sobre el plazo para acometer la operación “de-SPAC”

El apartado 4 aborda la cuestión de que la SPAC debe recoger en estatutos que dispone de un plazo de 36 meses –susceptible de ser ampliado un máximo de 18 meses adicionales si así lo acuerda la Junta General de Accionistas– para formalizar el acuerdo de adquisición de la sociedad *target*.

Para la aprobación de esta prórroga se requieren las mismas mayorías que para una modificación estatutaria en sociedad anónima (artículo 201.2 LSC); esto es, (i) mayoría absoluta si el capital presente o representado supera en primera convocatoria el 50 por ciento del total y (ii) mayoría de dos tercios si el capital presente o representado se sitúa, en segunda convocatoria, entre el 25 y el 50 por ciento del total del capital social de la SPAC. En el marco de esta votación, la LSC no parece imponer la previsión de un derecho de separación a los accionistas que se muestren contrarios a esta prórroga, quedando por tanto su concesión a discreción de la sociedad¹⁴¹, como sucede en EE.UU.

El plazo español, en cualquier caso, destaca por su larga extensión en comparación con otros regímenes anglosajones y continentales como se analizó en apartados anteriores. Y es que, mientras que los umbrales máximos en Alemania, Países Bajos y EE.UU. son 27, 30 y 36 meses, respectivamente, en España una SPAC podría fácilmente alargar su vida hasta los 4 años y medio. Incluso el plazo más similar al español –que parece ser el de Reino Unido con 3 años y medio– sigue sin acercarse a los 54 meses previstos en nuestro país.

2.5 Sobre el ámbito de aplicación

El apartado 5 establece que el nuevo régimen del Capítulo VIII bis será de aplicación –además de a las SPACs que tengan acciones admitidas a cotización en un mercado regulado español, en uno de otro Estado miembro del Espacio Económico Europeo o en un mercado equiparable de un tercer Estado (artículo 495.3 LSC)– a las que tengan sus acciones admitidas a negociación en un sistema multilateral de negociación (“SMN”)¹⁴².

¹⁴¹ PÉREZ-LLORCA, *op. cit.*, p. 5.

¹⁴² En la actualidad, los SMN españoles son BME MTF Equity y Portfolio Stock Exchange. *Ibid.*, p. 2.

2.6 Sobre la temporalidad del régimen SPAC

El apartado 6, por último, limita la aplicación de estas especialidades, que sólo regirán hasta la formalización de la adquisición o la inscripción de la fusión. Así las cosas, tras la consumación de la operación, la sociedad resultante de la integración quedará sujeta a las normas que le correspondan según su condición; esto es, según sea una sociedad cotizada en un mercado regulado, una sociedad de las recogidas en el artículo 495.3 LSC o una cuyas acciones se negocian en un SMN.

Como se avanzaba, además del ya analizado artículo 535 bis LSC, la reformada LSC incluye otros tres artículos en materia de SPACs: (i) el artículo 535 ter, relativo a los mecanismos de reembolso de los accionistas; (ii) el artículo 535 quater, que incluye especialidades respecto del régimen de OPA; y (iii) el artículo 535 quinquies, sobre el límite máximo de autocartera y la posible obligación de publicar folleto. Las previsiones contenidas en estos artículos serán objeto de análisis en los dos bloques siguientes, según su pertenencia a materias de derecho societario o de derecho de mercado de valores.

IV. ANÁLISIS DE LAS CUESTIONES SOCIETARIAS

1. CONSTITUCIÓN DE LA SPAC POR DURACIÓN LIMITADA

Desde el mismo momento de la constitución de una SPAC bajo Derecho español, surge la cuestión de limitar temporalmente su duración. Con ello se consigue, (i) de una parte, acompañar la vida de la SPAC al plazo de 36 meses previsto en el nuevo artículo 535 bis, apartado 4, LSC y, (ii) de otra, garantizar la recuperación del capital invertido por los accionistas en caso de que no se ejecute finalmente una transacción “de-SPAC” en el tiempo acordado.

La opción jurídica más segura para incorporar esta limitación es la constitución de la SPAC por tiempo indefinido, previendo una causa estatutaria de disolución que aplique en caso de que, transcurrido el plazo, no se lleve a cabo una operación de combinación de negocios. Una vez constatado este último extremo por la Junta General de Accionistas o por resolución judicial, la SPAC se disolverá en virtud de lo dispuesto en el artículo 362 LSC. Seguidamente, y por aplicación del artículo 371 LSC, la SPAC disuelta se liquidará, devolviendo a los accionistas el capital inmovilizado en la cuenta *escrow* a la que se refiere el artículo 535 bis, apartado 2, LSC.

Si se deseara asimilar el diseño del proceso de liquidación de una SPAC en España a la práctica estadounidense¹⁴³, sería conveniente emitir dos tipos de acciones diferentes, unas preferentes para los inversores y otras ordinarias para los promotores (las *founders' shares* americanas)¹⁴⁴. Las primeras –sin contravenir lo establecido en el artículo 96 LSC– tendrían asociada una preferencia en el cobro de las cuotas de liquidación, además de un derecho a recibir cualquier cantidad residual una vez reembolsado a los fundadores el valor nominal de sus acciones ordinarias. Esta dualidad permitiría, como consecuencia, el diseño de cuotas de liquidación de forma que se mantuviera una de las características más atractivas de la figura: la posibilidad de que los accionistas recuperen todo lo invertido en caso de no aprobación o ejecución de la operación de integración.

¹⁴³ En EE.UU., recordemos, los promotores renuncian a recibir importe alguno del depositado por los inversores en la cuenta de garantía en caso de liquidación de la SPAC.

¹⁴⁴ URÍA MENÉNDEZ, “*Spanish SPACs*” (presentación PowerPoint), 2022, p. 5.

2. VOTACIÓN DE LA OPERACIÓN “DE-SPAC”

2.1 Competencia de la Junta General de Accionistas

Una vez anunciada la sociedad *target* seleccionada por los *sponsors* y el equipo directivo de la SPAC, corresponde a los accionistas su votación, tal y como deja entrever la definición contenida en el artículo 535 bis LSC. Efectivamente, la adopción del acuerdo de integración de la SPAC con la sociedad objetivo es una de las competencias que la Junta General de Accionistas tiene atribuidas de forma exclusiva; en concreto, el supuesto de hecho podría entenderse contemplado en dos apartados del artículo 160 LSC: el apartado f) y el apartado g).

Respecto del apartado f), la operación “de-SPAC” podría asimilarse a una adquisición de activos esenciales, toda vez que la sociedad *target* superaría con creces el umbral del 25 por ciento del total del último balance aprobado de la SPAC a partir del cual se presume que un activo es esencial. En este sentido, dos aclaraciones:

- Primero, que la reforma operada en la LSC sigue la estela de otras jurisdicciones europeas en la no previsión de un requisito sobre el tamaño de la sociedad *target*, al contrario de lo que sucede en EE.UU. A pesar de ello, el límite del 25 por ciento debe entenderse superado en todo caso, pues, como trajo a colación la CNMV en su Boletín Trimestral III/2021 (el “**Boletín**”) y confirma la experiencia reciente, las SPACs suelen adquirir sociedades cuyas dimensiones doblan o incluso triplican las suyas propias¹⁴⁵.
- Segundo, que la referencia al último balance aprobado de la sociedad debe entenderse hecha a la cuenta de garantía donde la SPAC deposita los fondos recaudados a raíz de la salida a bolsa. A fin de cuentas, hasta la ejecución de la operación de integración, la SPAC no tiene una operatividad de la que se derive un balance completo, sino que se comporta como una cuenta de efectivo.

Respecto del apartado g), además de como adquisición a título de compraventa, la operación de combinación de negocios de la SPAC con la sociedad *target*, tal y como avanza su definición, puede estructurarse como una transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo. El diseño de estas operaciones, que no es objeto de

¹⁴⁵ CNMV, “Boletín Trimestral III/2021”, 2021, p. 49.

análisis en el presente Trabajo, atenderá a lo dispuesto en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

2.2 Mayoría necesaria para su aprobación

En cualquier caso, la adquisición de la sociedad *target* como activo esencial –en la medida en que traería consigo una modificación estatutaria del objeto social de la SPAC¹⁴⁶– y la modificación estructural que supondría la operación de integración son materias que la LSC considera especialmente relevantes. Para ambas, el artículo 194 LSC prevé un quórum reforzado de constitución de la Junta General de Accionistas. En esta línea, resultaría de aplicación el artículo 201.2 LSC, que recoge que para la aprobación de los respectivos acuerdos sociales será necesaria: (i) mayoría absoluta si el capital presente o representado supera el 50 por ciento del total en primera convocatoria y (ii) mayoría de dos tercios si el capital presente o representado, en segunda convocatoria, se sitúa entre el 25 y el 50 por ciento del total del capital social de la SPAC¹⁴⁷.

3. MECANISMOS DE REEMBOLSO

El nuevo artículo 535 ter LSC recoge la obligatoriedad de que la SPAC opte, como mecanismo de reembolso, bien por la previsión de un derecho de separación en estatutos, bien por la emisión de acciones rescatables. Excepcionalmente se permite que la SPAC no escoja entre ninguna de las dos alternativas, siempre y cuando, a cambio, incluya un compromiso de ejecutar una reducción de capital social a través de la recompra de sus propias acciones.

3.1 Derecho estatutario de separación

La introducción de este derecho, como dispone el artículo 347 LSC, habrá de hacerse con el consentimiento de todos los socios, por lo que es conveniente su aprobación antes de la salida a bolsa de la sociedad¹⁴⁸. En lo que respecta al tiempo y forma de su ejercicio, el apartado 1, letra a), del artículo 535 ter LSC prevé que éste sea

¹⁴⁶ VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital. Estudio legal y jurisprudencial*, Bosch, 2013.

¹⁴⁷ Las mayorías de nuestro ordenamiento son, de media, más estrictas que las de otros regímenes, como, por ejemplo, el neerlandés, donde basta mayoría simple. Esto puede entorpecer el normal desarrollo de las operaciones, dejando en manos de los grandes inversores institucionales su éxito o fracaso. Para frenar esta tendencia, otros países han optado por la creación de acciones de voto múltiple para los *sponsors* o directores de la SPAC, práctica prohibida en España en virtud del artículo 96.2 LSC. FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 153.

¹⁴⁸ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 14.

posible: (i) una vez anunciada la operación “de-SPAC” que se desea acometer e (ii) independientemente del sentido del voto del accionista en cuestión; esto es, tanto si votó a favor como en contra en la Junta General de Accionistas que conoció la operación. Así las cosas, una vez ejercitado el derecho, la sociedad no habrá de aceptar expresamente la separación del accionista, ni adoptar un acuerdo adicional, sino que tan solo quedará a su discreción decidir si adquiere las acciones o si opta por llevar a cabo una reducción de capital¹⁴⁹.

Sobre esta primera alternativa, y adelantándose a posibles confusiones, el legislador ha establecido que no será de aplicación lo recogido en el artículo 346.1.a) LSC en materia de causas legales de separación. En concreto, dicho artículo permite a los socios que no hayan votado a favor del acuerdo de modificación sustancial del objeto social –o que no tengan voto– separarse de la sociedad si así lo desean. Articular el derecho de separación en una SPAC a través de este artículo no hubiera asimilado nuestra práctica a la más extendida en otras jurisdicciones, toda vez que solo se permitiría la separación a los socios que hubieran votado en contra del acuerdo de modificación y no independientemente del sentido de su voto. De esta manera, el recoger su no aplicación cobra sentido, pues, de lo contrario, hubieran convivido en el seno de la SPAC dos causas de separación similares, una legal y otra estatutaria, con diferentes precios de reembolso asociados¹⁵⁰.

3.2 Emisión de acciones rescatables

En segundo lugar, la SPAC puede optar por la emisión de acciones rescatables; es decir, acciones sujetas a una posible amortización por parte de la propia SPAC a instancias de sus accionistas. Esta opción sería, de inicio, inviable, pues el artículo 500 LSC proscribe que el nominal de dichas acciones supere la cuarta parte del capital social total de la sociedad. Además, sería una alternativa capada, ya que el artículo 501 LSC recoge que dicho rescate habrá de realizarse, necesariamente, con cargo a beneficios, reservas libres o fondos obtenidos a raíz de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General de Accionistas.

¹⁴⁹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 142.

¹⁵⁰ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 15.

En vistas de estas restricciones, y a sabiendas de que éstas impedirían el recurso de las SPACs a esta figura¹⁵¹, la reforma introducida por la Ley 6/2023 en la LSC establece que no regirá lo previsto en los dos preceptos anteriores. Se elimina, de esta manera, cualquier obstáculo legal que pudiera impedir a las SPACs diseñar todas las acciones emitidas en la salida a bolsa como acciones rescatables. Así las cosas, y en virtud del nuevo artículo 535 ter, apartado 1, letra b), el rescate podrá ejercerse (i) en el plazo previsto por la SPAC y (ii) a solicitud de los accionistas que lo fueran en la fecha establecida, independientemente de que hubieran votado a favor, en contra o se hubieran abstenido en la Junta General de Accionistas en la que se planteó la operación.

3.3 Amortización a través de una reducción de capital

Excepcionalmente, y en caso de no recoger ninguno de los mecanismos de reembolso ya analizados, la SPAC puede optar por comprometerse llevar a cabo una reducción de capital, recomprando y amortizando a través de una OPA las acciones de aquellos inversores que deseen separarse de la sociedad al tiempo de anunciarse la sociedad *target* seleccionada. Las condiciones de esta alternativa –dispuestas en el artículo 535 quater, apartado 3, LSC– hacen mención a los artículos 338 LSC y 12 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (“**Real Decreto de OPAs**”). En ellos se recoge que cuando la reducción del capital de una sociedad (cotizada, en el caso del Real Decreto de OPAs) se realice mediante la compra de sus propias acciones, ésta habrá de formular necesariamente una especie de oferta abierta, dando la oportunidad al resto de accionistas de solicitar el reembolso de sus acciones y separarse de la sociedad¹⁵².

El artículo 535 quater, apartado 3, LSC termina con dos previsiones. Primero, otorga a la SPAC la posibilidad de, en vez de optar por amortizar las acciones recompradas, decidirse por su entrega en canje a los accionistas o socios de la sociedad *target* como contraprestación, total o parcial, por la operación “de-SPAC”¹⁵³. Segundo, establece que no será de aplicación lo previsto en materia de derecho de oposición de acreedores para los casos de reducción de capital social. Este extremo, que se supedita a

¹⁵¹ PALÁ LAGUNA, R., “La proyectada reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de SPAC, S. A.”, *Gómez-Acebo & Pombo*, 2021, p. 3.

¹⁵² Si no se ofreciera la posibilidad a todos los accionistas, se vulneraría el principio de igualdad de trato consagrado en el artículo 97 LSC. FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC)...”, *op. cit.*, p. 144.

¹⁵³ De esta forma, no tendría que emitir nuevas acciones. PÉREZ-LLORCA, *op. cit.*, p. 5.

que la SPAC efectivamente haya limitado su actividad a la oferta de acciones y las tareas dirigidas a la aprobación de la operación de integración, cobra sentido, pues, en ese caso, la SPAC se habrá comportado hasta el momento como una cuenta de efectivo y difícilmente habrá asumido obligaciones de pago con terceras partes.

3.4 Consideraciones comunes: valor de reembolso y límite máximo de autocartera

El apartado 2 del artículo 535 ter LSC y el apartado 3 del artículo 535 quater LSC recogen el valor de reembolso de las acciones, independientemente del mecanismo por el que se decante la SPAC; esto es, tanto si éste se configura como un derecho de separación, como acciones rescatables o se ejecuta a través de una reducción de capital. Así las cosas, en cualquiera de las alternativas analizadas *supra*, el valor de reembolso equivaldrá a la “parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria”; es decir, la cuenta *escrow* a la que se refiere el artículo 535 bis, apartado 2, LSC.

Esta previsión cobra especial relevancia, pues evita la disparidad de precios de recompra que sería de aplicación en caso de que las alternativas fueran llevadas a cabo según el régimen general previsto en la LSC. En otras palabras, si no se tuviera en cuenta la especialidad que el nuevo Capítulo VIII bis trae consigo, el precio de recompra sería diferente, por ejemplo, si la SPAC decidiese el diseño de la salida del accionista como derecho de separación –el valor de recompra en este supuesto sería el importe equivalente al “precio medio de cotización de la acción durante el último trimestre” (artículo 353.2 LSC) o como acciones rescatables –en cuyo caso, el valor de rescate sería el estipulado en el “acuerdo de emisión” (artículo 500 LSC)–.

El artículo 535 quinquies LSC termina también por prever la no aplicación del último escollo que podría obstaculizar el reembolso de los accionistas: el límite máximo de autocartera, recogido en el artículo 509 LSC. El precepto, aplicable a las sociedades cotizadas, establece que “el valor nominal de las acciones propias adquiridas directa o indirectamente por la sociedad [...] no podrá ser superior al diez por ciento del capital suscrito”. Este límite haría del todo imposible que la SPAC pudiese atender el abandono masivo de accionistas que suele acontecer en la práctica tras el anuncio de la operación de integración¹⁵⁴. En línea con esta idea, y en aras de acoger una de las características

¹⁵⁴ PALÁ LAGUNA, R., *op. cit.*, p. 4.

definitorias de este tipo de sociedades, el nuevo artículo 535 quinquies LSC recoge que este umbral máximo no será de aplicación, siempre y cuando la SPAC lleve a cabo la adquisición de acciones propias según los términos recogidos en el artículo 535 quater, apartado 3, LSC.

Como último apunte común, mencionar que, en la medida en que los recién introducidos preceptos de la LSC no se refieren a los *warrants*, el reembolso se entiende hecho únicamente respecto de las acciones. Queda abierta, por tanto, la posibilidad de que los accionistas, aun redimiendo sus acciones, mantengan los *warrants* y puedan ejercitarlos en el futuro¹⁵⁵.

3.5 Medidas de protección ante el reembolso masivo

Siendo práctica habitual el ejercicio masivo del derecho de separación por parte de los accionistas, queda patente la necesidad de la SPAC de prever medidas de protección que salvaguarden el éxito de la operación de integración acordada. Estas medidas podrán comprender: (i) la ejecución de una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente para dar entrada a la financiación PIPE¹⁵⁶ o (ii) la introducción de un condicionamiento en base al cual la operación necesite de un determinado umbral de capital para llegar a buen puerto¹⁵⁷.

¹⁵⁵ PÉREZ-LLORCA, *op. cit.*, p. 3.

¹⁵⁶ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 14.

¹⁵⁷ PÉREZ-LLORCA, *op. cit.*, p. 4.

V. ANÁLISIS DE LAS CUESTIONES REGULATORIAS

1. ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE LA SPAC

1.1 Idoneidad del emisor y los valores

Para que una SPAC sea admitida a cotización en un mercado oficial¹⁵⁸, se han de cumplir las exigencias de idoneidad de emisor y valores recogidas en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre¹⁵⁹. En lo que a la SPAC respecta, como entidad emisora, la sociedad deberá: (i) ser una sociedad anónima válidamente constituida, (ii) operar conforme a lo dispuesto en su escritura de constitución y estatutos y (iii) no presentar acciones que traten de forma diferente a accionistas en iguales condiciones (artículo 8 del Real Decreto 1310/2005). Adicionalmente, la SPAC deberá poseer un capital social totalmente desembolsado que ascienda, como mínimo, a 1.202.025 euros. Para este cómputo no se incluirá el porcentaje de participación igual o superior al 25 por ciento que esté en manos, directa o indirectamente, de un mismo accionista¹⁶⁰.

Apuntar que, como norma general, el artículo 12 del Real Decreto 1310/2005 exige que la sociedad que desee salir a bolsa presente ante la CNMV sus cuentas anuales individuales y consolidadas de los últimos tres ejercicios. Como para las SPACs este requisito sería de imposible cumplimiento dada su naturaleza, éstas deberán acogerse a la exención del apartado 2, letra b), que permite a la CNMV no exigir antigüedad mínima si constata que los inversores “disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre el emisor y sobre los valores cuya admisión a negociación se solicita”¹⁶¹.

Sobre la idoneidad de los valores (artículo 9 del Real Decreto 1310/2005) se requiere que el valor de las acciones admitidas a cotización –que habrán de estar necesariamente representadas mediante anotaciones en cuenta– supere el umbral de los 6 millones de euros y que sobre ellas no pese restricción (ni en Ley, ni en estatutos) que obstaculice su negociación y transmisibilidad. Por último, deberán disfrutar de un nivel

¹⁵⁸ Para que una sociedad sea admitida a negociación en un SMN se exigen unos requisitos de incorporación diferentes que, por su particularidad, no son objeto de análisis en el presente Trabajo.

¹⁵⁹ Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (“**Real Decreto 1310/2005**”).

¹⁶⁰ BME, “Guía para salir a Bolsa”, p. 20.

¹⁶¹ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 11.

de difusión suficiente en Estados miembros o no miembros de la Unión Europea, según el caso de que se trate. Esta exigencia se considerará cumplida si por lo menos el 25 por ciento de las acciones se encuentran distribuidas entre el público¹⁶².

1.2 Requisitos adicionales de la CNMV en materia de SPACs

El potencial de la figura en España fue tempranamente identificado por la CNMV, que ya en el Boletín antes referido puntualizó ciertas cuestiones sobre los requisitos de liquidez y difusión que deberían cumplir las SPACs de introducirse en nuestro país. Al respecto, la CNMV planteó que las exigencias de salida a bolsa se entenderían cumplidas si la SPAC –además del requisito legal del 25 por ciento de difusión ya expuesto– contaba con, como mínimo, 50 inversores y 50 millones de euros de capitalización. Al respecto de estas métricas, no obstante, especificó que se trataban de simples presunciones no recogidas legalmente y que podrían ser modificadas con el tiempo¹⁶³, quizá una vez las primeras SPACs soliciten la admisión a cotización en nuestro país.

2. PUBLICACIÓN DE FOLLETO

2.1 En el plano internacional: la Autoridad Europea de Valores y Mercados

En el plano internacional en materia de divulgación destaca la Declaración Pública sobre SPACs publicada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*European Securities and Markets Authority* o “ESMA”) de julio de 2021¹⁶⁴. Las directrices establecidas en este documento pretenden ser de aplicación a todas las SPACs admitidas a negociación en un mercado regulado europeo para, en última instancia, lograr la “coherencia normativa” entre las instituciones reguladoras de Europa¹⁶⁵.

Con esta Declaración Pública, ESMA trae a colación que la inversión en este tipo de vehículos puede no ser adecuada para todos los inversores, principalmente debido a los riesgos de dilución, de conflictos de interés por la asimetría de incentivos e información y la incertidumbre de las prospecciones futuras presentadas¹⁶⁶. Para evitar

¹⁶² BME, *op. cit.*, p. 20.

¹⁶³ CNMV, *op. cit.*, p. 49.

¹⁶⁴ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, “Public Statement. SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations”, 2021.

¹⁶⁵ D’ALVIA, D., *op. cit.*, p. 19.

¹⁶⁶ PASSADOR, M.L., “Finding an Alternative to IPOs: Direct Listing and SPACs”, *Research Handbook on Global Capital Markets Law*, Iain MacNeil & Iris H-Y Chiu (eds.), Edward Elgar Publishing Ltd, 2022, p. 13.

que los inversores en este tipo de figuras, especialmente los minoristas, queden desamparados, se propone imponer una serie de obligaciones de divulgación en materia de folletos¹⁶⁷. La mayoría de los puntos publicados por ESMA al respecto se basan en el marco jurídico ya existente en materia de folletos; esto es, en el Reglamento de Folletos¹⁶⁸ y su Reglamento Delegado 2019/980¹⁶⁹.

Así las cosas, según lo dispuesto en el Reglamento de Folletos y las indicaciones adicionales de ESMA, los folletos de las SPACs en su momento de salida a bolsa deberán prestar atención especial, entre otras, a las siguientes secciones: (i) factores de riesgo específicos, indicando, entre otras cosas, que a lo largo de la vida de la SPAC pueden surgir potenciales conflictos de interés, operaciones con partes vinculadas o diluciones sobrevinidas de la inversión inicial; (ii) descripción de la sociedad, junto con la estrategia, los objetivos y los aspectos que se tendrán en cuenta para la selección de la sociedad *target*; (iii) previsión de la existencia de una cuenta de garantía y destino de los fondos que se recaudarán; (iv) estructura de capital, incluyendo detalles sobre los accionistas mayoritarios o el diseño de las *units* y sus derechos asociados y (v) análisis de la trayectoria y operativa habitual del equipo gestor¹⁷⁰.

Junto a estos aspectos, ESMA ha expresado su deseo de que los *sponsors* hagan también pública la información relativa a la operación “de-SPAC”. En este sentido, se pretende exigir la divulgación de: (i) la actividad y remuneración de los patrocinadores después de ejecutar la integración; (ii) los posibles cambios de gobernanza que se producirían en la SPAC como consecuencia; (iii) las futuras participaciones de los patrocinadores y demás partes involucradas y (iv) las posibles ramificaciones que se derivarían en caso de no acometer la operación “de-SPAC” en el periodo establecido¹⁷¹.

¹⁶⁷ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *op. cit.*, p. 1.

¹⁶⁸ Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (“**Reglamento de Folletos**”).

¹⁶⁹ Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión (“**Reglamento Delegado 2019/980**”).

¹⁷⁰ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *op. cit.*, pp. 1-6.

¹⁷¹ D’ALVIA, D., *op. cit.*, p. 20.

2.2 En el plano nacional: el papel de la CNMV y el artículo 535 quinquies LSC

2.2.1 Folleto en el momento de salida a bolsa

En su Boletín, la CNMV estableció que la SPAC, en vistas de su salida a bolsa, debería publicar un folleto que incluyera las siguientes cuestiones: (i) posibles conflictos de interés que pudiesen surgir en la dirección de la sociedad, (ii) diseño de la retribución de los *sponsors*, (iii) detalles sobre su trayectoria y sobre los compromisos adquiridos respecto de su *promote*, (iv) asuntos de gobierno corporativo, (v) riesgo de dilución que podría sufrir la posición de los accionistas a lo largo de la vida del vehículo y, sobre todo, tras la operación de integración o el ejercicio de los *warrants*, (vi) el depósito de los fondos recaudados en una cuenta separada, (vii) los acuerdos y porcentajes de capital que se requerirán para la adquisición de la sociedad *target*, (viii) el ejercicio del derecho de separación, (ix) el periodo de tiempo del que dispondrá la SPAC para acometer la operación “de-SPAC”, (x) los instrumentos financieros que serán admitidos a cotización o negociación y las diferencias entre los que corresponden a los promotores y a los demás accionistas, (xi) las posibles entradas de capital externo ante nuevas necesidades de aportación de fondos o (xii) el sector o rama de actividad al que podría pertenecer la sociedad *target* que se pretende adquirir¹⁷².

2.2.2 Folleto en el momento de la operación “de-SPAC”

Si bien es cierto que a lo largo de su vida la SPAC, como sociedad cotizada, debe atender en todo momento a la normativa de divulgación de información privilegiada, transparencia y abuso de mercado¹⁷³, el siguiente gran hito en materia de folletos no se produce hasta el anuncio y la ejecución de la operación de integración. En un principio, si ésta se diseñara como una fusión, una escisión o una oferta de canje entre la SPAC y la sociedad *target*, sería de aplicación la exención de publicar un folleto recogida en el artículo 1, apartado 4, letra g) y apartado 5, letra f) del Reglamento de Folletos. Estos preceptos, a cambio de la exención, exigen en todo caso que la SPAC elabore y publique un documento de exención que contenga información descriptiva de la operación “de-SPAC” y de las consecuencias que su aprobación traerá consigo. Este documento –que deberá ponerse a disposición de los accionistas en formato electrónico y en un sitio web

¹⁷² CNMV, *op. cit.*, p. 49.

¹⁷³ *Id.*

(artículo 21, apartado 2, del Reglamento de Folletos)– no es un folleto en sentido estricto y, por lo tanto, no requiere la revisión ni la aprobación de la CNMV¹⁷⁴.

Al respecto, conviene destacar que, en el escenario de una fusión, esta exención no será de aplicación si la operación se estructura como una adquisición inversa en la forma en que recoge el punto B19 de la Norma Internacional de Información Financiera 3¹⁷⁵; es decir, si la combinación de negocios se realiza de forma que, tras ella, la SPAC se identifica con la sociedad *target* a efectos contables¹⁷⁶. En otras palabras, y en sentido práctico, si la sociedad *target* a adquirir es mayor que la propia SPAC, esta última no podrá beneficiarse de la exención y deberá elaborar y hacer público un folleto en todo caso¹⁷⁷.

En vistas de que la excepción a la obligación recogida en el Reglamento de Folletos podía resultar poco protectora de los intereses de los accionistas minoritarios en el marco de una transacción tan compleja como la operación “de-SPAC”, el nuevo artículo 535 bis quinquies LSC prevé que la CNMV podrá exigir la elaboración y publicación de un folleto completo si las características de la operación así lo exigen. Así las cosas, en este caso primaría, de una parte, el derecho de los accionistas a ser informados para poder ejercer su derecho de separación como corresponde y, de otra, la correcta formación del precio de cotización de las acciones tras el anuncio de la operación de integración¹⁷⁸.

3. OPA OBLIGATORIA

El nuevo artículo 535 quater LSC, por último, exige de formular una OPA obligatoria a cualquier accionista que alcance, de forma directa o indirecta, una participación de control, bien en el seno de la SPAC como consecuencia del funcionamiento del mecanismo de reembolso seleccionado, bien en el marco de la

¹⁷⁴ Se deberá realizar según lo dispuesto en el Reglamento Delegado (UE) 2021/528 de la Comisión de 16 de diciembre de 2020 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de información del documento que debe publicarse con objeto de acogerse a una exención de la obligación de publicar un folleto en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, una fusión o una escisión. PÉREZ-LLORCA, *op. cit.*, p. 6.

¹⁷⁵ Así lo establece el Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) n° 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión.

¹⁷⁶ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 12.

¹⁷⁷ URÍA MENÉNDEZ, “*Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*”, 2022, p. 6.

¹⁷⁸ CNMV, *op. cit.*, pp. 49-50.

sociedad resultante tras la aprobación de la operación “de-SPAC”. A estos efectos, y en virtud del artículo 4 del Reglamento de OPAs, se considerará que se alcanza una “participación de control” si el accionista ostenta (i) un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento del total o (ii) un porcentaje de derechos de voto que, aun siendo inferior al umbral anterior, permite designar a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad resultante de la integración.

Esta exención, como prevé el apartado 4 del artículo 535 quater LSC, aplicará de forma automática y no quedará a discreción de la CNMV. La SPAC cuenta, de esta manera, con una garantía segura de que la exención se concederá, no como sucedería en caso de que la exención se articulara en el marco de una fusión a través de lo previsto en el artículo 8, letra g), del Reglamento de OPAs. Este precepto, en efecto, permite a la sociedad solicitar una dispensa de formular OPA obligatoria a la CNMV y que esta última la conceda si considera que la “operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial”. Exigir como requisito la existencia de un acuerdo de dispensa de la CNMV, por su incertidumbre, lastraría el normal desarrollo de las SPACs en nuestro país, por lo que se considera acertada la decisión del legislador de articular una exención automática¹⁷⁹.

¹⁷⁹ CONDE, V. MIRANDA, D., *op. cit.*, p. 13.

VI. CONCLUSIONES

En su configuración actual, las SPACs se erigen como auténticos instrumentos de inversión capaces de atraer capital y abrir nuevas vías de financiación a empresas no típicamente elegibles para una salida a bolsa tradicional. Su origen y desarrollo desde la década de los 90 en EE.UU. han hecho de la figura un vehículo de captación de financiación cada vez más sofisticado y seguro, que atrae a un gran volumen de inversores con la idea de que la apuesta por las SPACs está virtualmente libre de riesgo. Si bien es cierto que los mecanismos de reembolso son efectivos, la configuración de este tipo de sociedades da lugar a conflictos de interés y diluciones que han sido bien advertidos por las autoridades regulatorias. La propuesta normativa de la SEC al respecto –reflejo de la intención del regulador estadounidense por asimilar las SPACs a las salidas a bolsa convencionales– destaca por su potencial para ralentizar el recurso a esta figura. Las nuevas medidas, sin embargo, no supondrán la total desaparición de las SPACs: la evolución experimentada por este tipo de sociedades hasta la actualidad es signo de que son capaces de adaptarse a las circunstancias del mercado en cada momento.

En Europa, por el contrario, la iniciativa regulatoria –liderada principalmente por ESMA– es todavía menos intensa, con tímidos intentos por estandarizar la divulgación de información de cara a los accionistas. En este contexto, con tan solo normas imperativas en materia de folletos, la mayoría de mercados europeos han optado por la incorporación de las SPACs sin necesidad de crear un régimen jurídico separado. Frente a ellos, nuestro país se ha decidido por la alternativa contraria: la búsqueda de un marco legal específicamente diseñado para dar cabida a las SPACs y sus particularidades. Este encaje a medida ha sido introducido en la LSC con cuatro nuevos artículos que, aunque escasos, recogen la mayoría de las características que diferencian a las SPACs de otras vías de captación de capital.

El primero de ellos, el artículo 535 bis LSC, recoge, además de la definición de la figura, otras previsiones que incluyen la existencia de una cuenta *escrow* en la que depositar los fondos recaudados o el plazo de 36 meses –con opción de prórroga de otros 18 meses adicionales– del que podrá disponer la SPAC para acometer la operación de integración. El artículo 535 ter LSC atiende, por su parte, al grueso de este tipo de sociedades: el mecanismo de reembolso por el que la SPAC podrá optar a la hora de configurar el derecho de separación del que se beneficiarán los accionistas

independientemente del sentido de su voto. Tanto si éste se estructura como un derecho estatutario, como acciones rescatables o como un compromiso de realizar una reducción de capital seguida de una amortización, los accionistas que abandonen la SPAC podrán recuperar la parte alícuota que les corresponda de la cuenta *escrow*.

Los dos últimos artículos, el 535 quater y quinquies LSC, prevén ciertas especialidades en materia de: (i) exención de OPA –no será obligatorio formularla si un accionista alcanza, en la propia SPAC o en la sociedad resultante de la operación de integración, una participación de control–, (ii) no aplicación del límite máximo de autocartera –permitiéndose, por tanto, que la SPAC recompre las acciones de cualquier accionista que desee abandonarla– y (iii) elaboración y publicación de folleto –exigible por parte de la CNMV incluso aunque sea de aplicación una exención en virtud del Reglamento de Folletos–.

Parece ser, por tanto, que el legislador español ha conseguido acoger fielmente las características más esenciales de las SPACs estadounidenses, eliminando los obstáculos jurídicos que hubieran hecho de este tipo de sociedades un recurso inviable en nuestro ordenamiento jurídico. Se mantiene, además, una cierta libertad en el diseño de otras cuestiones de relevancia –como, por ejemplo, el *promote* de los *sponsors*–, cuya configuración quedará a discreción de los fundadores siempre que se cumplan las mínimas exigencias legales. Con suerte, la apuesta española por crear un marco legal especializado –unido al margen de maniobra que todavía se permite– situará a nuestro país como un destino atractivo para las próximas SPACs europeas.

VII. BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (BOE 18 de marzo de 2023).

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE 16 de noviembre de 2005).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 809/2004 de la Comisión (Diario Oficial de la Unión Europea 21 de junio de 2019).

Reglamento Delegado (UE) 2021/528 de la Comisión de 16 de diciembre de 2020 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de información del documento que debe publicarse con objeto de acogerse a una exención de la obligación de publicar un folleto en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, una fusión o una escisión (BOE 26 de marzo de 2021).

Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a

cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE (Diario Oficial de la Unión Europea 30 de junio de 2017).

Reglamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019 por el que se modifican la Directiva 2014/65/UE y los Reglamentos (UE) n.º 596/2014 y (UE) 2017/1129 en relación con el fomento del uso de los mercados de pymes en expansión (BOE 11 de diciembre de 2019).

Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990. Public Law n.º 101-429, 104 STAT.951. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>

Securities Act of 1933. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>

Securities Exchange Act of 1934. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>

2. OBRAS DOCTRINALES

BERGER, R., “SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 20, núm. 3, 2008, pp. 68-75. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00194.x>

CONDE, V. MIRANDA, D., “Viabilidad de las SPACs bajo derecho español”, *Revista Española de Capital Riesgo*, núm. 1/2022, 2022, pp. 5-17.

CUMMING, D., HAß, L. H., SCHWEIZER, D. “The fast track IPO – Success factors for taking firms public with SPACs”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 47, 2014, pp. 198-213. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.003>

D’ALVIA, D., “From Darkness to Light: A Comparative Study of Special Purpose Acquisition Companies in the European Union, the UK, and the US”, *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2023, pp. 1-38. <https://doi.org/10.1017/cel.2022.8>

DELGADO, I., HONTORIA, P., IBARRA, A., “Cuestiones prácticas en relación con las combinaciones de negocios entre SPACs y sociedades cotizadas españolas”, LA

- LEY (ed.), 2022 *Práctica Mercantil para abogados*, LA LEY, Madrid, 2022, pp. 1-13.
- DIMITROVA, L., FONG, M., “The value of Executive Visibility”, *SSRN Electronic Journal*, 2022, p. 1-61. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4264933>
- FAGAN, F. & LEVMORE, S., “SPACs, PIPEs and Common Investors”, *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics*, núm. 954, 2022, pp. 1-37. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4036767>
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “SPACs: ¿es oro todo lo que reluce?”, *Diálogos jurídicos* 2022, 2022, pp. 133-150. <https://doi.org/10.17811/dj.7.2022.133-150>
- FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 163, 2021, pp. 91-156.
- GREENSPAN, R., “Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC. Shares for Free: A Brief History of the SPAC”, *SSRN Electronic Journal*, 2021, pp. 1-35. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3832710>
- HALE, L.M., “SPAC: A Financing Tool with Something for Everyone”, *The Journal of Corporate Accounting and Finance*, Enero/Febrero, 2007, pp. 67-74. <https://doi.org/10.1002/jcaf.20278>
- HARRIS, A.J., “SPAC The Deck: Why the Control Exerted by SPAC Sponsors Subjects De-SPAC Transactions to Entire Fairness Review”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 27(2), núm. 6, 2022, pp. 563-618. <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol27/iss2/6/>
- HEYMAN, D.K., “From Blank Check Company to SPAC: the Regulator’s response to the Market, and the Market’s response to regulation”, *Entrepreneurial Business Law Journal*, vol. 2, 2007, pp. 531-552. https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ_V2N1_531.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- JENKINSON, T., SOUSA, M., “Why SPAC Investors Should Listen to the Market”, 2009, pp. 1-35. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1331383>
- KLAUSNER, M.D., OHLROGGE, M., RUAN, E., “A Sober Look at SPACs”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 39, núm. 1, 2022, p. 228-303. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3720919>
- KRULISH, L.A., “Defending the de-SPAC Merger: What Standard of Review Applies?”, *Baylor Law Review*, vol. 74(2), pp. 491-530. <https://www.baylor.edu/law/review/doc.php/396698.pdf>
- LAKICEVIC, M., SHACHMUROVE, Y., VULANOVIC, M., “On Mergers, Acquisitions and Liquidation Using Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)”, *SSRN Electronic Journal*, 2013, pp. 1-38. <https://economics.sas.upenn.edu/sites/default/files/filevault/13-013.pdf>
- LEWELLEN, S., “SPACs as an Asset Class”, *SSRN Electronic Journal*, 2009, p. 1-45. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1284999>
- MURRAY, J.S., “Innovation, Imitation and Regulation in Finance: The Evolution of Special Purpose Acquisition Corporations”, *Review of Integrative Business and Economics Research*, vol. 6, núm. 2, 2017, pp. 1-29. <https://ssrn.com/abstract=2952119>
- MURRAY, J.S., “The Regulation and Pricing of Special Purpose Acquisition Corporation IPOs”, (manuscrito no publicado), 2014, pp. 1-27. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1746530>
- NEWMAN, N.F., TRAUTMAN, N.F. “Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) and the SEC”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 24, núm. 3, 2022, p. 639-699. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3905372>
- OKUTAN NILSSON, G., “Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies”, *European Business Organization Law Review*, vol. 19, 2018, pp. 253-274. <https://doi.org/10.1007/s40804-018-0105-7>

PASSADOR, M.L., “Finding an Alternative to IPOs: Direct Listing and SPACs”, *Research Handbook on Global Capital Markets Law*, Iain MacNeil & Iris H-Y Chiu (eds.), Edward Elgar Publishing Ltd, 2022, pp. 1-17.
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4025225>

REDDY, B., “The SPACtacular Rise of the Special Purpose Acquisition Company: A Retail Investor’s Worst Nightmare”, *University of Cambridge Legal Studies Research Paper Series*, núm. 32/2021, 2021, pp. 1-51.
<https://ssrn.com/abstract=3968983>

RIEMER, D.S., “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?”, *Washington University Law Review* 931, vol. 85, 2007, pp. 931-967. <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/id/6685/>

RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., “Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACS”, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 37, 2012, pp. 849-927.
https://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1922&context=fac_artchop

RODRIGUES, U., STEGEMOLLER, M., “Redeeming SPACs”, *University of Georgia School of Law Research Paper Series*, núm. 09, 2021, pp. 1-57.
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3906196>

SPAMANN, H., GUO, H., “The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 40, núm. 75, 2022, p. 75-86.
<https://www.yalejreg.com/bulletin/the-spac-trap-how-spacs-disable-indirect-investor-protection/>

VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital. Estudio legal y jurisprudencial*, Bosch, 2013.

3. RECURSOS DE INTERNET

BME, “Guía para salir a Bolsa”, pp. 1-44. <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/docs/docsSubidos/Listing/Guia-Como-Cotizar-Bolsa.pdf>

CAMACHO NUÑEZ, A., “Las SPAC españolas”, *Remaress*, 2022.
<https://remaress.com/las-spac-espanolas/>

CLIFFORD CHANCE, “*Guide to Special Purpose Acquisition Companies*”, 2021, pp. 1-21.

<https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>

CLYDE&CO, “*SPACs in the UK – the new listing rules and their potential impact on deal activity and claims trends*”, 2021.

<https://www.clydeco.com/en/insights/2021/08/spacs-in-the-uk-the-new-listing-rules-and-their-po>

CNMV. “*Boletín Trimestral III/2021*”, 2021, pp. 1-194.

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2021.pdf

DAVIS POLK, “*SEC proposes new SPAC rules that are expected to significantly reduce SPAC activity*”, 2022.

<https://www.davispolk.com/insights/client-update/sec-proposes-new-spac-rules-are-expected-significantly-reduce-spac-activity>

DE HEREDIA, T., GARCÍA, M., FERNÁNDEZ-GALIANO, J., “*The SPACs boom*”, *Deloitte Insights*, 2021.

<https://www2.deloitte.com/es/es/pages/finance/articles/the-spacs-boom.html>

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, “*Public Statement. SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations*”, 2021, pp. 1-7.

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf

FCA, “*About the FCA*”, 2023. <https://www.fca.org.uk/about/what-we-do/the-fca>

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “*SPAC Momentum Continues in Europe*”, 2021, pp. 1-25.

<https://www.freshfields.us/4a5585/globalassets/imported/documents/spac-momentum-continues-in-europe-with-further-listings-in-amsterdam-and-frankfurt-and-reform-in-london.pdf>

GORDON, E., MECHANIC, R., MOORE A., RICCARDI, M., “*SEC's Proposed SPAC Rules & Market Reaction*”, *Bloomberg Law*, 2022.

<https://www.bloomberglaw.com/external/document/XADAEFPO000000/m-a-professional-perspective-sec-s-proposed-spac-rules-market-re>

HO, S., “SEC Plans to Finalize Two Dozen Rules in 2023”, *Thomson Reuters Tax & Accounting*, 2023. <https://tax.thomsonreuters.com/news/sec-plans-to-finalize-two-dozen-rules-in-2023/>

JONES DAY. “*The SEC’s New Proposed SPAC Rules: Death Knell or Much-Needed Guidance?*”, 2022. <https://www.jonesday.com/en/insights/2022/04/the-secs-new-proposed-spac-rules-death-knell-or-muchneeded-guidance>

LAYNE, R., LENAHAN, B., “Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2018. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>

PALÁ LAGUNA, R., “La proyectada reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de SPAC, S. A.”, *Gómez-Acebo & Pombo*, 2021, pp. 1-4. https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2021/05/La-proyectada_reforma_Sociedades.pdf

PÉREZ-LLORCA, “*Nueva Ley del Mercado de Valores: sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (“SPAC”)*”, 2023, pp. 1-7. <https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2023/03/NJ-Nueva-ley-del-mercado-de-valores-sociedades-cotizadas-con-proposito-para-la-adquisicion-SPAC-1.pdf>

SEC, “*What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin*”, 2021. <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>

SEC, “*SEC Proposes Rules to Enhance Disclosure and Investor Protection Relating to Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*”, *U.S. Securities and Exchange Commission*, 2022. <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56>

SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM, “*SEC Proposes Significant Changes to Rules Affecting SPACs*”, 2022.
<https://www.skadden.com/insights/publications/2022/03/sec-proposes-significant-changes-to-rules-affecting-spacs>

SPAC DATA. <https://spacdata.com>

URÍA MENÉNDEZ, “*Proyecto de nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*”, 2022, pp. 1-17.
<https://www.uria.com/documentos/circulares/1570/documento/12942/UM-nota.pdf?id=12942&forceDownload=true>

URÍA MENÉNDEZ, “*Spanish SPACs*”, (presentación PowerPoint), 2022, pp. 1-8.

WHITE & CASE, “*SEC Proposes Rules to Regulate SPACs*”, 2022.
<https://www.whitecase.com/insight-alert/sec-proposes-rules-regulate-spacs>

WITTLIN, F., FERRIS, K., “*Can the SPAC Make It Back? Structural Changes Including Eliminating the Stockholder Vote to Approve an Initial Acquisition May Help Renew Interest in SPACs*”, *Bloomberg Law Reports*, 2010, pp. 1-7.
https://www.morganlewis.com/-/media/files/docs/archive/can-the-spa--make-it-back_5901pdf.ashx