



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**SPAC: ENCAJE JURÍDICO EN EL
DERECHO ESPAÑOL**

Autor: Gabriel Herrera Balmisa

5º E3 B

Derecho Mercantil

Tutor: Fernando Vives Ruiz

Madrid

Abril de 2022

RESUMEN

Tras la irrupción estelar de las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) en las bolsas de valores de Estados Unidos y algunas plazas europeas, debemos preguntarnos si la legislación española está preparada para acoger a esta figura.

Las SPAC son sociedades cotizadas carentes de actividad operativa que recaudan fondos con el único objetivo de encontrar en un plazo determinado de tiempo una sociedad no cotizada que adquirir y con la que posteriormente fusionarse. De esta manera, las sociedades no cotizadas tienen una alternativa a la salida a bolsa tradicional, y los inversores una categoría de activo novedosa que añadir a sus carteras de inversión.

El crecimiento del fenómeno y su atracción de capital sin precedentes han despertado interés inversor y preocupación regulatoria a partes iguales, poniéndose el foco sobre determinadas características estructurales de estas sociedades.

En el contexto de un enfriamiento de la actividad de las SPAC a nivel mundial, en un entorno inflacionario y de subida de tipos de interés por parte de los bancos centrales, España afronta la tarea de regular esta figura. Mientras, las pocas SPAC que se lanzan en Europa se hacen en otras jurisdicciones lejos de las plazas españolas, como Países Bajos o Reino Unido.

Llegar tarde tiene la ventaja de que se puede aprender de errores cometidos por otros, y esta puede ser la baza del legislador y del supervisor español a la hora de regular y aplicar, respectivamente, la nueva regulación de SPACs que está por venir.

Palabras clave: SPAC, Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición, Oferta Pública, Ley de Sociedades de Capital (LSC), Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, fusiones y adquisiciones, gobierno corporativo.

ABSTRACT

Following the stellar emergence of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) on the stock exchanges of the United States and some European jurisdictions, we must ask ourselves whether Spanish legislation is ready to accommodate this security.

SPACs are publicly traded companies with a lack of operational activities, who raise funds with the sole goal of finding a privately held target company within a given timeframe to acquire and, subsequently, merge with. By doing so, private companies have an alternative to traditional Initial Public Offering (IPO), and similarly investment managers have a new asset class addable to their portfolios.

The growth of this phenomenon and its record-breaking capital magnet have equally raised both the investors interest and regulators concern, the latter of whom are increasingly spotlighting certain structural traits of this security.

In a SPAC activity cooling-off context, chaired by an inflationary environment and interest rates hikes announced by central banks, Spain faces the task of regulating this security. Meanwhile, the few SPACs sponsors listing them in Europe do so in other jurisdictions such as United Kingdom or the Netherlands, which happen to be far away from Spanish stock exchanges.

Being late has an advantage: the possibility of learning from mistakes made by others. This may be a major asset for the both the Spanish legislative body and the supervisor authority when it comes to lawmaking and oversight, respectively, of the new SPAC regulation which is yet to come.

Keywords: *SPAC, Special Purpose Acquisition Company, Initial Public Offering (IPO), Blank Check Company, Shell Company, Safe Harbor, corporate governance.*

LISTADO DE ABREVIATURAS

Art./arts.	Artículo/Artículos
CFR	<i>Code of Federal Regulations</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ECR	Entidad de Capital Riesgo
EICC	Entidad de Inversión Colectiva de tipo Cerrado
EEUU	Estados Unidos
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LIS	Ley del Impuesto sobre Sociedades
LME	Ley de Modificaciones Estructurales
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPS	Oferta Pública de Suscripción
OPV	Oferta Pública de Venta
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NDA	<i>Non-Disclosure Agreement</i>
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>

OTC	<i>Over The Counter</i>
p./pp.	Página/Páginas
PIPE	<i>Private Investment in Public Equity</i>
PSLRA	<i>Private Securities Litigation Reform Act</i>
RD	Real Decreto
SA	Sociedad Anónima
SGEIC	Sociedad Gestora de Entidades de Inversión Colectiva
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SCR	Sociedad de Capital Riesgo
SIL	Sociedad de Inversión Libre
SIIC	Sociedad de Inversión Colectiva de tipo Cerrado
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Company</i>
TRLMV	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores
UE	Unión Europea

ÍNDICE DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN Y ESTRUCTURA TIPO DE UNA SPAC.....	8
1 INTRODUCCIÓN.....	8
2 SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL DE ADQUISICIÓN (SPAC): DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA	9
2.1 Definición.....	9
2.2 Estructura.....	10
2.2.1 Sujetos y derechos	10
2.2.1.1 <i>Sponsor</i>	10
2.2.1.2 Accionistas de la SPAC.....	11
2.2.1.3 Inversores en el PIPE.....	13
2.2.1.4 Sociedad adquirida (“ <i>target</i> ”).....	14
2.2.2 Proceso de combinación de negocios (de-SPAC)	15
2.2.3 Ciclo de vida de la SPAC: fases.....	16
II. EVOLUCIÓN DE LAS SPAC EN EEUU. BREVE MENCIÓN A OTRAS JURISDICCIONES.....	19
3 HISTORIA DE LAS SPAC EN EEUU Y EVOLUCIÓN DE SU RÉGIMEN JURÍDICO.....	19
3.1 Historia y origen de las SPAC en EEUU	19
3.1.1 Origen: proto-SPACs (1980s)	19
3.1.2 SPACs de primera generación (1992 – 1999).....	21
3.1.3 SPACs de segunda generación (2003 – 2011).....	23
3.1.4 SPACs de tercera generación (2012 – 2016).....	24
3.1.5 SPACs de cuarta generación: (2017 – 2021).....	24
3.1.6 Situación actual (2021 – presente).....	26
3.2 Arbitraje regulatorio como explicación del éxito de las SPAC en EEUU	27

3.3	Maneras de mitigar el riesgo de conflicto de intereses a la luz de la experiencia en EEUU: <i>Pershing Square Tontine Holdings (PSTH)</i>	28
4	CONTEXTUALIZACIÓN DE LA SITUACION EN EUROPA Y MENCIÓN A LA POSICIÓN DE REINO UNIDO	31
III.	RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SPAC EN ESPAÑA	33
5	EL <i>SPONSOR</i> (O LA SPAC) COMO ENTIDAD REGULADA	33
5.1	Diferencias entre la SPAC y otros tipos de vehículos de inversión con forma societaria.....	34
5.1.1	Diferencias entre las SPAC y las IIC (particularmente, SICAV/SIL)....	34
5.1.2	Diferencias entre las SPAC y las ECR/EICC (particularmente) SCR/SICC)	36
5.1.3	Conclusiones.....	38
6	EL <i>PROMOTE</i> DEL <i>SPONSOR</i>	39
7	LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE LA SPAC	40
7.1	Requisitos de idoneidad del emisor de valores.....	40
7.2	La información al mercado y las diferentes fases de la SPAC	41
7.3	Información al mercado y protección del inversor durante la primera fase	42
7.4	Durante la segunda fase	46
7.5	Durante la tercera fase	46
8	LA TEMPORALIDAD DE LA INVERSIÓN EN LA SPAC. MECANISMOS DE REEMBOLSO A LOS ACCIONISTAS	48
8.1	Derecho de separación estatutario como mecanismo de reembolso y problemas potenciales con derechos legales de separación	48
8.2	Emisión de acciones rescatables.....	51
8.3	Reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones	53
8.4	Valor de reembolso.....	54
9	EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA SPAC Y DEL <i>SPONSOR</i>	55

10	ARTICULACIÓN DE de-SPAC COMO COMBINACIÓN DE NEGOCIOS	57
11	REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES	59
12	TRATAMIENTO FISCAL	61
13	NUEVA REGULACIÓN: ANTEPROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES, NUEVOS ARTÍCULOS 535 BIS. Y 535 TER. LSC Y OTRAS NORMAS	63
13.1	Justificación de la propuesta de reconocimiento normativo.....	63
13.2	Definición de SPAC	64
13.3	Denominación de la SPAC	65
13.4	Cotización de la SPAC	65
13.5	Vigencia del régimen jurídico especial	65
13.6	Inmovilización de fondos obtenidos en la OPV	65
13.7	Mecanismos de reembolso a los accionistas.....	66
13.7.1	Derecho de separación estatutario	66
13.7.2	Emisión de acciones rescatables.....	67
13.7.3	Reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones .	67
13.8	Valor mínimo de reembolso	68
14	CONCLUSIONES.....	70
15	BIBLIOGRAFÍA	74
	Legislación.....	74
	Jurisprudencia.....	76
	Obas doctrinales	77
	Recursos de internet.....	80

I. INTRODUCCIÓN Y ESTRUCTURA TIPO DE UNA SPAC

1 INTRODUCCIÓN.

Este trabajo estudia las Sociedades de Propósito Especial de Adquisición, más conocidas por sus siglas en inglés SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*), con el objetivo de determinar el encaje jurídico de la figura en el régimen jurídico español.

Se analiza, primero, la estructura tipo de la figura, para posteriormente tratar la evolución histórica y jurídica de las SPAC en EEUU, comentando la evolución normativa con especial atención a las nuevas normas presentadas recientemente para su aprobación que tratan de regular las SPAC, atendiendo las demandas de mayor transparencia y protección a inversores.

A continuación, se comenta el encaje jurídico de la SPAC en la normativa española en ausencia de regulación específica, abordándose desde una perspectiva societaria, del mercado de valores y fiscal. Se analizan cuestiones como su encaje, o no, dentro de alguna de las figuras societarias ya reguladas (e.g., SCR), la admisión a cotización de la sociedad, la calificación jurídica de elementos característicos de las SPAC como el *promote* o el reembolso a accionistas, así como los conflictos de intereses que las SPAC pueden plantear.

Posteriormente se analiza el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores español en el que se propone una regulación de las SPAC, así como las últimas directrices publicadas por ESMA y la CNMV.

Por último, se concluye el trabajo con una síntesis de aquellos problemas regulatorios que el Anteproyecto propuesto no ha solucionado, y cuyo abordaje desde un punto de vista regulatorio resultaría conveniente para garantizar la seguridad jurídica.

2 SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL DE ADQUISICIÓN (SPAC): DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA

2.1 Definición

Una Sociedad de Propósito Especial de Adquisición, SPAC por sus siglas en inglés (“*Special Purpose Acquisition Company*”), es una sociedad cotizada creada por un espónsor (“*sponsor*”) con el objetivo de obtener financiación, principalmente vía una oferta pública de venta (OPV), con el fin de adquirir en un periodo determinado de tiempo una o varias sociedades, preferentemente no cotizadas, aunque no determinadas inicialmente. Tras esa adquisición, y una fusión entre ambas, la sociedad no cotizada adquirida pasa a cotizar.

Al contrario que las operaciones ordinarias mediante las que sociedades operativas son admitidas a cotizar en bolsa, la SPAC carece de negocio operativo subyacente alguno y hasta la mencionada adquisición posterior será una sociedad cuyo único activo generalmente serán los fondos recaudados en su OPV¹, los cuales deberán ser depositados en una cuenta bancaria, depósito o fideicomiso (“*escrow*” o “*trust*”)². En el supuesto general, la SPAC dispone de entre 18 y 24 meses para efectuar esta adquisición, cuyo *target* no se identifica con ocasión de la OPV y OPS de la SPAC³. En caso de transcurrir ese periodo de tiempo sin haberse efectuado la adquisición, la sociedad es disuelta⁴ y los fondos aportados devueltos a los accionistas.

Una particularidad de las SPAC es que sus accionistas no están obligados a permanecer en la sociedad tras la adquisición. Cuando la SPAC propone una combinación de negocios, los accionistas tienen la opción de separarse reembolsando sus acciones y recibiendo en contraprestación su precio, independientemente de si deciden votar a favor o en contra de la combinación de negocios proyectada. Esa cantidad que reciben si

¹ De ahí que en la doctrina inglesa se les denomine “*shell companies*” o sociedades carcasa.

² Pese a que tanto el Nasdaq y el NYSE requieren que se deposite al menos un 90%, la práctica de mercado habitual en EEUU, no obstante, es depositar el 100%, de acuerdo con Clifford Chance (“Guide to Special Purpose Acquisition Companies”, disponible en: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>; p. 2; última consulta 1/01/2022).

³ Clifford Chance, “Guide to Special Purpose Acquisition Companies”, 2021, p. 4 (disponible en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>; última consulta 1/01/2022).

⁴ Sin perjuicio de posibles prórrogas aprobadas por los accionistas.

deciden separarse suele ser la misma que pagaron en la OPV más los intereses devengados en el fideicomiso o cuenta bancaria en la que esos fondos han estado depositados.

2.2 Estructura

La estructura que a continuación se va a exponer es la estructura “modelo” utilizada en la práctica. Por tanto, debe entenderse como una guía para exponer los principales problemas que plantea, sin perjuicio de los problemas específicos planteados por una operación concreta se separa del modelo y de las diferencias de tratamiento jurídico que pudiera tener en cada una de jurisdicciones en las que la figura ha sido regulada.

2.2.1 *Sujetos y derechos*

2.2.1.1 *Sponsor*

El *sponsor* es el sujeto que idea, crea y promueve la SPAC como vehículo inversor⁵. Habitualmente los *sponsors* son sociedades de responsabilidad limitada participadas o bien por fondos de *Private Equity* y *Hedge Funds*⁶, o bien por personas conocidas de gran experiencia y reconocido prestigio en una determinada área de negocio, que coincide con el sector en el que la SPAC va a buscar potenciales empresas. Es frecuente, en este último caso, que estas personas, que suelen ser directivos o ex inversores, tengan el apoyo de fondos de inversión. Incluso en ciertas ocasiones se ha dado que personas famosas, completamente ajenas al mundo corporativo, pero expertas en un determinado sector de actividad, han decidido promover estos vehículos⁷.

Como remuneración por el riesgo asumido y como contraprestación por los esfuerzos realizados en la búsqueda de la sociedad *target*, el *sponsor* recibe en un momento previo al envío al supervisor del mercado de valores (en EEUU, la SEC) de la solicitud de IPO, las denominadas “acciones fundacionales”⁸. Estas acciones fundacionales, a cambio de

⁵ Grupo Armanext, “Las Spanish SPAC: retos y oportunidades”, 2021, p.11; (disponible en <https://armanext.com/wp-content/uploads/2021/07/Las-Spanish-SPAC-.pdf>; última consulta 2/02/2022).

⁶ Ejemplos de fondos de PE activos son Apollo (los vehículos cotizados en el Nasdaq APSG I y APSG II), TPG (NYSE: TPGS), KKR (NYSE: KAHC) o Fortress (NYSE: FVT). Ejemplos de *Hedge Funds* que han participado en este fenómeno como *sponsors* son Third Point (NYSE: FPAC) o Pershing Square (NYSE: PSTH).

⁷ Desde estrellas del deporte como Shaquille O’Neal o Serena Williams hasta cantantes y personas del mundo del espectáculo como Jay-Z o Ciara.

⁸ Mascareñas, J., “Compañía de Adquisición de Propósito Especial”. Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas, 49, 2021, p.14 (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3824785>; última consulta 20/03/2022).

las cuales el *sponsor* paga una cantidad nominal que habitualmente son \$25.000⁹, otorgan el derecho a una cantidad de acciones ordinarias equivalente al 25% de las que se ofrezcan al público en el IPO, de tal manera que tras la dilución consecuencia de la emisión de esas acciones ofrecidas al público, el *sponsor* mantenga un 20% de la SPAC post-IPO. A ese 20% se le denomina promoción o “*promote*”¹⁰. Habitualmente, y para evitar conflictos de interés, el *sponsor* suele comprometerse a votar con estas acciones adhiriéndose al voto de la mayoría.

Adicional, y simultáneamente al IPO, el *sponsor* suele suscribir *warrants*, acciones o ambos a un precio de mercado¹¹. Con carácter normal, el monto total de estos *warrants* adquiridos es de un 2% de los fondos levantados por el IPO, más un importe fijo que en ocasiones se fija en dos millones de dólares, pero su cuantía dependerá de factores diversos, como el tamaño de la SPAC y el sector de actividad de sus objetivos de inversión. Los fondos resultantes de esta inversión del *sponsor* son utilizados por la SPAC para cubrir los costes del IPO así como los costes necesarios para el análisis de las distintas inversiones posibles (e.g., asesores, *due dilligence*, etc.). Estos fondos, que de no efectuarse la adquisición se pierden¹², son el “capital en riesgo”¹³ del *sponsor*.

Habitualmente, el *sponsor* no podrá vender ni sus acciones ni sus *warrants* hasta transcurrido un periodo de tiempo (e.g., un año desde el IPO) o incluso hasta que no se realice la combinación de negocios con la sociedad objetivo¹⁴. A esta limitación se le denomina *lock-up agreement*.

2.2.1.2 Accionistas de la SPAC

Los accionistas de la SPAC, que pueden ser inversores en el IPO, o haber adquirido sus acciones posteriormente, pueden ser, dependiendo de la alternativa elegida, inversores institucionales o inversores particulares o *retail*, aunque este último supuesto será menos frecuente en el momento del IPO.

⁹Lewellen, S. M. “SPACs as an Asset Class”, 2009, p.6 (Disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1284999>; última consulta 2/10/2022).

¹⁰ Mascareñas, J. op. cit. p. 15.

¹¹Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. “A Sober Look at SPACs”, p.11. (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3720919>; última consulta 4/02/2022).

¹² Este es uno de los motivos, como veremos posteriormente, por el que muchos afirman que existe un conflicto de interés y un problema de agencia *sponsor*-accionistas.

¹³ Mascareñas, J. op. cit. p. 16.

¹⁴ Grupo Armanext, op. cit. p.11.

En el IPO de la SPAC se suelen ofrecer a los inversores las denominadas unidades (“*unit*”). Cada una de estas unidades consta de una acción ordinaria y un *warrant out of the money*¹⁵. La acción ordinaria tiene un valor nominal de \$10 en el caso tipo.

Por su parte, el *warrant* da derecho a adquirir una acción a un determinado precio de ejercicio¹⁶ y en un momento futuro. Generalmente a cada *unit* no le corresponde un *warrant* entero, sino una fracción (e.g., 1/3 de *warrant*, es decir, 3 *warrants* dan derecho a adquirir una acción). Es habitual que transcurrido un plazo las unidades se puedan dividir y los *warrants* coticen separadamente de las propias acciones¹⁷. El precio inicial de compra por cada unidad (compuesta por una acción ordinaria y una fracción de *warrant*) es, siempre en el ejemplo del caso tipo que estamos analizando, \$10¹⁸. Como se ha apuntado, en el supuesto prototipo, transcurrido un plazo determinado, acción y – fracción de – *warrant* se separan y cotizan independientemente, pudiendo el titular venderlos por separado. Estos *warrants* constituyen para los accionistas una fuente de rentabilidad adicional al interés generado por las acciones cuyo precio, en su caso, decidan recuperar.

Los fondos recaudados en el IPO de la SPAC se depositan, en el caso de EEUU, en un fideicomiso, (*escrow* o *trust* en inglés) o en el caso español como veremos *infra* en una cuenta bancaria, y se invierten en activos con riesgo reducido, normalmente, valores del tesoro. Es habitual que estos fondos sólo podrán ser utilizados para¹⁹:

- i. Adquirir la sociedad o sociedades *target*.
- ii. Contribuir al capital de la sociedad nacida tras la fusión, si esta es la alternativa elegida.
- iii. Distribuir los fondos a los accionistas en la liquidación de la SPAC si ésta no logra encontrar un potencial candidato o no precisa para su adquisición de la totalidad del capital captado.

¹⁵ Con precio de ejercicio superior al precio de emisión.

¹⁶ Habitualmente el precio de ejercicio de un *warrant* suele ser \$11,50 (Klausner, M. D., & Ohlrogge, M., 2020, p.11).

¹⁷ En EEUU, por ejemplo, las acciones y los *warrants* configuradores de cada unidad no pueden cotizar separadamente hasta el día 52º tras el IPO de la SPAC.

¹⁸ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op cit.* p. 11.

¹⁹ *Id.*

- iv. Reembolsar las acciones de aquellos accionistas que decidan no continuar vinculados a la SPAC tras la combinación de negocios.

En el caso de que la SPAC no se fusione en el periodo señalado en la documentación de su IPO, los fondos (más los correspondientes intereses) se reembolsan a los inversores; el *sponsor* pierde su inversión y la SPAC se disuelve²⁰.

Por el contrario, cuando la SPAC propone una combinación de negocios, los accionistas, en caso de no estar de acuerdo con esa operación, tienen el derecho de exigir el reembolso de sus acciones. El precio de dicho reembolso suele ser el precio pagadero por la unidad en el IPO más los intereses devengados y acumulados en el fideicomiso o cuenta bancaria en el que se encuentren depositados esos fondos. Una cuestión clave es que aquellos accionistas que decidan solicitar el reembolso de sus acciones suelen conservar, en la estructura tipo, todos aquellos *warrants* y derechos anexos a la unidad de los que fuesen titulares, pudiendo venderlos separadamente o ejercitarlos²¹. Desde el punto de vista financiero, los *warrants* son una compensación a los accionistas por haber tenido *bloqueados* los fondos aportados en el IPO durante un periodo de tiempo incierto que puede extenderse en la práctica hasta dos años.

2.2.1.3 Inversores en el PIPE

Tras el anuncio de fusión una porción indeterminada de accionistas ejercerá el derecho de reembolso (de separación) por las acciones de las que fueran titulares.

Es frecuente que otros inversores se incorporen al capital de la SPAC en el momento en el que se plantea la inversión en la *target* y su inversión suele estar condicionada a la consumación de la adquisición. A estos inversores, que suelen ser inversores institucionales privados²², se les conoce como PIPE (*“Private Investment in Public Equity”*) *investors*.

En ocasiones, esta inversión se realiza a precios menores que el que sirvió para la valoración de las acciones en el IPO²³. De hecho, el estudio *A Sober Look at SPACs*

²⁰ En caso de que no se conceda una prórroga por acuerdo de los accionistas.

²¹ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op cit.* p. 12.

²² Grupo Armanext, *op. cit.* p.13.

²³ *Ibid.* p. 8.

elaborado por Klausner y Ohlrogge²⁴ efectuado en 2021 que analizó 47 transacciones efectuadas por SPACs entre enero de 2019 y junio de 2020, indica que más de un tercio de las SPACs analizadas emitieron las acciones del PIPE con un descuento igual o superior al 10% respecto del precio del IPO. Este menor precio refleja que los inversores iniciales en la SPAC compraron sus acciones a un precio que sobrevaloró la fusión potencial y, por tanto, al hacerse público esta valoración profesional efectuada con un conocimiento completo de la operación, será un importante incentivo para que los inversores iniciales soliciten el rescate de sus acciones.

En efecto, como se ha dicho, los inversores que compran acciones en colocaciones privadas (PIPE) pueden analizar la combinación de negocios propuesta con mucho más rigor que los inversores iniciales en un IPO²⁵. La SPAC y su *target* atraen a estos inversores, a los que se les denomina inversores *over the wall* (“por encima del muro”) y, con la protección de un acuerdo de no divulgación (*Non-Disclosure Agreement* o “NDA”), se les proporciona información confidencial no proporcionada en el *roadshow* inicial del IPO (al no conocerse el *target* aún). Esta mayor información pone a los inversores en PIPE en una posición privilegiada, por lo que su *due dilligence* será mucho más efectiva que la de inversores precedentes.

2.2.1.4 Sociedad adquirida (“*target*”)

Como hemos reiterado, el objetivo fundamental y primario de una SPAC es encontrar una o varias sociedades que adquirir.

Habitualmente las *targets* son empresas de alto crecimiento en un estado de madurez tal que aconseja una salida a bolsa, y que por razones de seguridad en cuanto a la valoración, necesidades de rapidez o por las circunstancias macroeconómicas del momento, necesiten salir de manera rápida y eficaz. Dice, en este sentido, el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores que las SPAC pueden contribuir a la bursatilización de la economía, ensanchando las fuentes de financiación y reduciendo la dependencia de la economía española del crédito bancario, que sigue siendo la manera más importante de financiación en España²⁶.

²⁴ *Ibid.* p. 15.

²⁵ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op cit.* p. 54.

²⁶ Ministerio de Economía, “Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión”, en:

Los accionistas de la *target* reciben títulos de la SPAC en la proporción que la ecuación de canje establecida en función de las valoraciones efectuadas por los bancos asesores dictamine. De acuerdo con el estudio de Klausner y Ohlrogge, los accionistas de la *target* suelen mantener más del 50% de la propiedad de la entidad resultante de la combinación de negocios, y en concreto los accionistas de la SPAC incluido el *sponsor* mantienen en el promedio de los supuestos analizados un 34%²⁷.

Existe igualmente la opción de incluir una cláusula de *earn-out* o precio diferido sujeto a la consecución de determinados hitos en beneficio de los accionistas de la sociedad objetivo. Del citado estudio,²⁸ se concluyó que alrededor del 53% de las fusiones con SPACs analizadas contaban con *earn-outs* en favor de los accionistas de control de las sociedades objetivo y en un 32% de los casos analizados los incluían en favor de los *sponsors* (de tal manera que, en este último caso, una parte del *promote* se estructure en forma de *earnout*, lo que constituye una forma de mitigar el posible conflicto de intereses *sponsor*-accionistas). Estos *earn-outs* en favor de los *sponsors* suelen establecer que si el precio de las acciones después de la fusión alcanza umbrales específicos, típicamente \$12,50 y \$15²⁹, se emitirán acciones adicionales.

2.2.2 *Proceso de combinación de negocios (de-SPAC)*

En la combinación de negocios (denominada “de-SPAC”), es habitual que los accionistas de la SPAC deban aprobar la operación, y, habitualmente, ya voten a favor o en contra, tienen el derecho de recuperar su inversión mediante la separación de la sociedad.

Como alternativa a la aprobación de la fusión por los accionistas de la SPAC, en algunas jurisdicciones, como la norteamericana, se permite que la SPAC presente una oferta pública de adquisición sobre sus propias acciones, habitualmente a cambio de una cantidad próxima al precio que se pagó en el IPO. De esta manera, aquellos accionistas de la SPAC que no sean partidarios de la combinación de negocios podrán vender sus acciones³⁰.

https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_Tes_20210405_AP_LMV.pdf; última consulta 20/03/2022).

²⁷ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op. cit.* p.16.

²⁸ *Ibid.* p.50.

²⁹ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op. cit.* p.24.

³⁰ Layne, R. & Lenahan, B., *op. cit.*

De todos modos, debe matizarse que pese a que puede que la aprobación de la combinación de negocios por parte de los accionistas de la SPAC no sea necesaria por haberse sustituido por una oferta pública de adquisición, determinadas características de la transacción (e.g., si se traslada la sede social a otra jurisdicción) sí pueden requerir aprobación por parte de los accionistas.

Respecto al voto de las acciones propiedad del *sponsor*, lo habitual es que el *sponsor* se comprometa de antemano a ejercer su voto a favor de la combinación de negocios por él propuesta en el momento correspondiente³¹. Consecuentemente, al menos el 20% (si el *sponsor* no ha adquirido más acciones en el mercado) de las acciones votarán afirmativamente³² (o, en su caso, no participarán en la oferta de la SPAC de adquisición de sus propias acciones). Sin embargo, como se verá posteriormente, quizás lo más aconsejable desde una perspectiva de mitigación de conflicto de intereses sea, por ejemplo, que el *sponsor* se *adhiera* a la votación de la mayoría.

2.2.3 Ciclo de vida de la SPAC: fases.

El ciclo de vida de una SPAC consta de 3 fases diferenciadas³³:

En primer lugar, la fase de IPO o salida a bolsa. Esta fase suele extenderse por ocho semanas. En ella se prepara la salida a bolsa del vehículo en cuestión. Este proceso en sí es muy similar a una salida a bolsa convencional, aunque diferirán cuestiones como por ejemplo el contenido concreto del folleto que para el caso de las SPACs deberá contener información específica de esta figura (e.g., descripción de la actividad o sector en el que se va a buscar, información del *sponsor*), y ninguna información financiera histórica que describir y auditar. Actividades de esta primera fase son:

- i. La selección de asesores y auditores. Negociación de los acuerdos y contratos de suscripción y colocación de valores con los bancos colocadores.
- ii. Redacción de los estatutos sociales que recogerán todas las particularidades relativas al *promote*, dilución, estructura de la unidad, miembros del consejo de administración, plazo de vida, etcétera.

³¹ Mascareñas, J. *op. cit.* p.20.

³² *Id.*

³³ Clifford Chance LLP, “Guide to Special Purpose Acquisition Companies”, septiembre de 2021, (disponible en: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>; última consulta 10/02/2022) .

- iii. Preparar los formularios correspondientes (en EEUU, el S-1 *Registration Statement*) así como incorporar todas aquellas enmiendas a los eventuales comentarios del regulador (en EEUU, la SEC).
- iv. Ejecución del denominado “*road show*” para la comercialización de acciones entre los potenciales inversores y cierre.

En segundo lugar, la fase más larga, consiste en la búsqueda de una posible compañía objetivo y, una vez localizada, la negociación con ésta y sus accionistas para la consecución de una potencial adquisición. Esta fase podrá prorrogarse durante meses, con el límite legal o estatutariamente establecido. Hitos que tienen lugar en esta segunda fase son:

- i. Presentación de documentación periódica ante el regulador (en EEUU, la SEC).
- ii. Identificación de *targets*. Debe mencionarse que el *target* concreto no podrá conocerse con anterioridad a la salida a bolsa de la SPAC.
- iii. Llevar a cabo la *Due Diligence* y negociar el acuerdo de adquisición.
- iv. Generalmente, negociar acuerdos de financiación paralelos, así como el eventual PIPE.
- v. Preparación del folleto y la documentación requerida en la votación, en su caso.
- vi. Firma y cierre del acuerdo de adquisición y la eventual financiación, contingente, en su caso, a la aprobación por parte de los accionistas.

La tercera fase del ciclo de vida de una SPAC es la combinación de negocios o de-SPAC. Esta fase comienza una vez acordada la fusión y se suele extender entre 3 y 5 meses. Con carácter general y en la estructura tipo, en esta fase, tiene lugar:

- i. Anuncio del acuerdo de adquisición con los accionistas de la *target* (condicionado a la correspondiente aprobación de los accionistas de la SPAC³⁴).
- ii. Mantenimiento de reuniones con los inversores de la SPAC para negociar y discutir su apoyo a la combinación de negocios.
- iii. Presentación del folleto de adquisición.
- iv. Reembolso de las acciones de aquellos accionistas que hayan decidido separarse.

³⁴ Si esa votación es necesaria, y no se ha optado porque la SPAC lance una oferta pública sobre sus propias acciones.

- v. En su caso, obtención de la aprobación de los accionistas y, en caso de no fructificar, retornar a la búsqueda.
- vi. Cierre de la transacción.

La cuarta fase es el normal funcionamiento de la sociedad resultante como una sociedad cotizada una vez cerrada la operación y efectuada la fusión.

II. EVOLUCIÓN DE LAS SPAC EN EEUU. BREVE MENCIÓN A OTRAS JURISDICCIONES

3 HISTORIA DE LAS SPAC EN EEUU Y EVOLUCIÓN DE SU RÉGIMEN JURÍDICO

3.1 Historia y origen de las SPAC en EEUU

Ciñéndonos a la clasificación realizada por Ross Greenspan³⁵, el desarrollo de las SPACs en EEUU ha tenido 4 etapas; desde una etapa muy inicial en los 80, hasta una progresiva consolidación del fenómeno en la actualidad pasando por un parón por la crisis de 2008. A continuación resaltaremos los hechos más destacables así como la evolución legislativa acontecidos en cada una de ellas.

3.1.1 Origen: proto-SPACs (1980s)

Los ochenta fueron unos años de efervescencia en los mercados tanto públicos como privados en EEUU, y fue entonces cuando los famosos *corporate raiders* cobraron protagonismo.

Fue el periodo en el que se consolidó la bursatilización de la economía. Entre los años 1980 y 1989 el número de agencias de valores creció un 90%, el número de sociedades de inversión aumentó un 145%, el de asesores de inversión en un 300%, el número de solicitudes anuales de registro anuales ante la SEC (para salir a cotizar) se duplicó, y el de OPAs se incrementó en un impresionante 670%³⁶. Con estas operaciones se incrementaron, también exponencialmente, las demandas sobre fraude de valores. Éstas aumentaron en ese mismo periodo en más de un 260%.

Además de estas grandes operaciones corporativas, con la desregulación de los mercados bursátiles se vivió la explosión del uso de información privilegiada, así como de los conocidos como *penny stocks*. Los *penny stocks* estaban íntimamente ligados con las denominadas *Blank Check Companies* (sociedades vacías sin operativa alguna con

³⁵ Greenspan, R. (2021). Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC. (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3832710>; última consulta 10/02/2022).

³⁶ S. Riemer, D., "Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?" 85 Wash. U. L. Rev. 931, 2007, p. 934. (disponible en: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5; última consulta 20/02/2022).

grandes similitudes con las SPAC) puesto que esas *Blank Check Companies* emitían muy frecuentemente *penny stocks*. Los *penny stocks* son las acciones de sociedades cotizadas con un precio inferior a \$5 por acción y que cuentan con unas características especiales. Estos valores solían cotizar en el mercado OTC en el que los requisitos de información y transparencia eran mucho menores. Los *penny stocks* se convirtieron en inversiones de alto riesgo y la escasez regulatoria a la que estaban sujetos los convirtió en uno de los instrumentos utilizados para cometer fraudes, protagonizando grandes escándalos en Wall Street.

En el año 1988 alrededor del 70% de las salidas a bolsa fueron *blank check offerings*, y entre 1987 y 1990 hubo aproximadamente 2700 *blank check offerings*³⁷.

Por todo ello, en 1990 el legislador decidió aprobar la denominada *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* (PSRA)³⁸, cuyo propósito era, según el propio texto, modificar la legislación federal de valores para aportar medidas reforzadas que eliminaran los abusos en las transacciones llevadas a cabo con *penny stocks*.

A esta ley, aprobada en 1990, le siguió la consiguiente normativa de la SEC elaborada para su desarrollo, todavía hoy en vigor. En concreto, se trata de la conocida como *Rule 419*. Esta norma, incluida en la sección 17 CFR § 230.419³⁹ bajo la *Securities Act* de 1933, nos proporciona una definición de *Blank Check Companies*. De acuerdo con esa norma, para que una sociedad sea a efectos jurídicos una *Blank Check Company*, deben darse simultáneamente estos dos requisitos:

- i. Que la sociedad se encuentre en fase de desarrollo y que carezca de plan de negocio específico, o que ha indicado que su plan de negocio es participar en una fusión o una adquisición con una sociedad o sociedades no identificadas, o con otra entidad o persona.
- ii. Que la sociedad haya emitido los conocidos como “*penny stocks*” tal y como son definidos en la *Securities Exchange Act* de 1934. En el punto siguiente comentaremos esta cuestión.

³⁷ Greenspan, R. *op. cit.* p.9. En relación con un artículo publicado en el NYT por Gregory Robb, Fraud Cited in Penny Stocks, N. Y. TIMES (7 de septiembre de 1989).

³⁸ H.R. Rep. No. 101-617 at 1422–23. (disponible en: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647/text>; última consulta 20/02/2022).

³⁹ 17 CFR § 230.419.

Las sociedades que caen bajo esta definición están sujetas a una serie de obligaciones y requerimientos. Sin carácter exhaustivo y citando solo las más relevantes, esa norma estableció que (i) los fondos recaudados en el IPO de la *Blank Check Company* debían ser depositados en un “*escrow account*” (fideicomiso) e invertidos en unas categorías de activos de bajo riesgo determinados (e.g., valores del tesoro), (ii) la *Blank Check Company* tiene un plazo de hasta 18 meses para ejecutar la combinación de negocios, (iii) deben cumplirse unos plazos para el ejercicio del derecho de separación por parte del accionista, y (iv) los valores emitidos por la *Blank Check Company* no podían ser transferidos o negociados hasta el momento en el que la combinación de negocios tuviera lugar. Como veremos en el siguiente apartado, este último punto es el motivo principal por el que, luego, se tendió a estructurar las SPAC de tal manera que se evitara la aplicación de esta norma⁴⁰ con el objetivo de evitar que la inversión de un accionista que adquiriera las acciones de la SPAC en el IPO estuviera “bloqueada” hasta la consecución de la combinación de negocios.

3.1.2 SPACs de primera generación (1992 – 1999)

Las SPACs lanzadas en los noventa estuvieron muy marcadas por los cambios regulatorios acontecidos al final de los ochenta, la situación de crisis económica de esos años, y las fundadas reticencias inversoras como consecuencia de lo sucedido en la década anterior.

Fue en esta década cuando dos abogados, David Nussbaum y David Miller, los considerados como creadores de la actual estructura de SPAC, idearon una manera de otorgar cierta protección a inversores al tiempo que se evitaba la aplicación de aquellas cuestiones de la *Rule 419* que podían suponer un obstáculo. Es decir, crear una estructura que de manera voluntaria adoptase muchas de las exigencias de la *Rule 419*, dejando fuera todo aquello que obstaculizara el tráfico jurídico, como la prohibición de negociación de valores enunciada en el apartado precedente.

Nussbaum y Miller utilizaron otra norma, la *Exchange Act Rule 3a51-1*⁴¹, que define los *penny stocks*, para evitar la aplicación de la *Securities Act Rule 419* mencionada en el

⁴⁰ Brown, M., “Special Purpose Acquisition Companies (SPACs). (Disponible en: <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2020/08/whats-the-deal--spacs.pdf>; última consulta 12/02/2022).

⁴¹ CFR § 240.3a51-1.

punto anterior⁴². Tal y como hemos visto, a una sociedad se le aplica el régimen jurídico de las *Blank Check Companies*⁴³ siempre que se den dos requisitos, uno de los cuales es que emita los llamados *penny stocks*, tal y como son definidos en la Rule 3a51-1⁴⁴. Esta norma expone que tendrá consideración de *penny stock* todo título que no caiga en alguna de las excepciones que la norma enumera. Por ejemplo, la excepción (g)(1) excluye de la definición de *penny stock* aquellos títulos emitidos por una Sociedad cuya vida operativa sea inferior a 3 años y tenga más de \$5 millones en activos netos tangibles⁴⁵. Por tanto, estructurando la SPAC de tal manera que no entre en la definición se puede evitar la aplicación de la *Rule 419*.

La primera SPAC lanzada por estos dos abogados con la “nueva” estructura fue *Information Systems Acquisition Corp* y de ella se dijo que era una “*Specified Purpose Acquisition Company*”. Esta SPAC se sacó a bolsa a \$6 por título y no a los actuales \$10. En 1995 adquirió a la compañía *Human Designed Systems*, y, tras la fusión, los accionistas de la *target* controlaron el 50,1% de la entidad resultante. Tras vaivenes en su cotización llegando incluso a cotizar a \$1 y varios cambios de denominación, la entidad resultante fue adquirida por una filial de Hewlett-Packard por \$16,25 por acción⁴⁶.

A *Information Systems Acquisition Corp* le siguieron 13 SPACs lanzadas por Nussbaum, y doce de ellas completaron una fusión⁴⁷.

A finales de la década, diversos motivos de carácter macroeconómico y empresarial, como el boom de internet, o la superación de la crisis económica y la consiguiente dinamización del acceso a financiación, motivaron que las compañías optasen en mayor medida por la vía del IPO que por la alternativa que ofrece una SPAC.

⁴² Vid. 3.1.1. Recordemos que, para que la Rule 419 sea aplicable, uno de los requisitos es que la *Blank Check Company* hubiese emitido *penny stocks*.

⁴³ Recordemos que, entre otras cosas, en dicho régimen se incluye la prohibición de transmitir los títulos hasta que la combinación de negocios tenga lugar.

⁴⁴ CFR § 240.3a51-1

⁴⁵ Sobre qué se tiene en cuenta para el umbral de \$5 millones, en 1993, en el Release No. 33-7024; 34-33095, la SEC declaró que un emisor que de otro modo estaría sujeto a la Rule 419 está autorizado a agregar el producto de una suscripción de IPO con sus otros activos tangibles, únicamente para determinar si el valor ofrecido debe cumplir con la Rule 419 y el arriba mencionado umbral de \$5 millones, siempre que, inmediatamente después de la fecha de cierre, el emisor presente en el Formulario 8-K un balance auditado que refleje los activos tangibles netos que excedan el umbral de \$ 5 millones establecido en la Regla. 3a51 (fuente: Loeb & Loeb LLP, “Rule 419 and Rule 3a51-1”; disponible en: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2020/petn4-768.pdf>; p.1; última consulta 06/04/2022).

⁴⁶ Greenspan *op. cit.* p. 14.

⁴⁷ Greenspan *op. cit.* p. 14. En relación con S. Riemer D., *op cit.*

3.1.3 SPACs de segunda generación (2003 – 2011)

Tras un 2003 en el que sólo una SPAC salió a cotizar (*Millstream Acquisition Corp*), en 2004 le siguieron una docena de ellas que en conjunto recaudaron \$485 millones. El año siguiente, 2005, 28 SPACs recaudaron \$2.000 millones. En 2007, las SPACs supusieron un 25% del mercado de IPOs americano recaudando más de \$12.000 millones⁴⁸.

En este periodo, y con el propósito de atraer nuevas comisiones hasta ese momento canalizadas por el AMEX⁴⁹, tanto el NYSE como el Nasdaq autorizaron la salida a cotización de las SPAC en los respectivos índices en 2008⁵⁰.

Como mecanismo para evitar ciertos problemas (e.g., *Hedge Funds* abusando del sistema de votación mediante tácticas especulativas⁵¹) y la ralentización que estaba provocando la necesidad de votación y aprobación de la operación por parte de los accionistas de la SPAC, el NASDAQ, por ejemplo, propuso, como sustituto de la votación en la junta, permitir a las SPAC lanzar una oferta pública sobre sus propias acciones para permitir a los accionistas que no estuviesen conformes con la adquisición el vender sus títulos y recuperar su inversión, sin comprometer el éxito de la operación en la votación. Sin embargo, las normas del mercado de valores seguían siendo un obstáculo para que la oferta pública desplazase completamente a la votación de los accionistas. Por ello, en diciembre de 2010 el NASDAQ propuso y la SEC autorizó un cambio en las normas de cotización consistente en la admisión a cotización de SPACs que estaban estructuradas sólo con la oferta pública sobre el total del capital como mecanismo de reembolso, sin requerir el voto afirmativo de un determinado umbral del capital⁵². Por el contrario, el NYSE seguía requiriendo el voto afirmativo de los accionistas, no siendo admisible la inclusión de la OPA como sustitutiva (por este motivo prácticamente ninguna SPAC salió

⁴⁸ Greenspan *op. cit.* p. 16 en relación con Rodrigues & Stegemoller *op. cit.*

⁴⁹ Índice conocido anteriormente como American Stock Exchange, que hoy en día alberga principalmente empresas de tamaño medio. Hasta ese momento, era el índice donde solían cotizar las SPACs.

⁵⁰ Greenspan *op. cit.* p. 17 en relación con Rodrigues U., and Stegemoller, M., (2013) “The Evolution of SPACs”, 37 DEL. J. OF CORP. L. 849, 871.

⁵¹ Greenspan *op. cit.* p. 18.

⁵² Greenspan *op. cit.* p. 23. en relación con *Order. Self-Regulatory Organizations, The NASDAQ Stock Market LLC; Order Approving Proposed Rule Change to Amend IM-5101-2 to Provide Special Purpose Acquisition Companies the Option to Hold a Tender Offer in Lieu of a Shareholder Vote on a Proposed Acquisition and Other Changes to the SPAC Listing Standards, Securities and Exchange Commission, Release No. 34-63607 (Dec. 23, 2010).*

a cotizar en ese índice). Esto cambió en 2017⁵³, cuando se permitió la nueva estructura en el NYSE, siendo esta aprobación considerada como uno de los catalizadores del *boom* en los últimos años.

Además, en esta etapa se consolidó, gracias a la práctica de mercado de bancos de inversión y *sponsors*, la estructura que conocemos hoy en día; precios de \$10 por unidad, y *warrants* con un precio de ejercicio de \$11,50.

Algo que se planteó como impulsor de las SPACs, la correlación con los tipos de interés se desechó viendo la experiencia en ese periodo, puesto que los tipos experimentaron un mínimo de 1% en junio de 2004, y un máximo de 5,25% dos años después en junio de 2006, mientras el crecimiento del número de SPACs permaneció inalterado. De hecho, se tiende a vincular ese crecimiento con la posibilidad de arbitraje regulatorio frente a los IPOs⁵⁴, que tratamos en detalle en el punto 3.2. La crisis de 2008 y el enfriamiento global de los mercados de capitales frenaron en seco este crecimiento en SPACs.

3.1.4 SPACs de tercera generación (2012 – 2016)

Esta tercera etapa tuvo carácter transitorio en un contexto marcado por la crisis económica y la recuperación. Debido al entorno de bajos tipos, muchos inversores entendieron a la SPAC como posibles destinos para sus fondos gracias a la opción de reembolso que la figura otorgaba.

3.1.5 SPACs de cuarta generación: (2017 – 2021)

Con la entrada de grandes bancos de Wall Street al negocio de aseguramiento, coordinación y colocación de los valores de las SPACs⁵⁵ nació esta cuarta generación. Se configura en este momento la estructura de SPAC que hoy conocemos, y la etapa se inaugura con la anteriormente mencionada autorización del NYSE y de la SEC de SPACs que sólo ofrecían la oferta pública como mecanismo de reembolso (i.e., sin necesidad de una votación y aprobación en la junta). Este cambio regulatorio en el NYSE fue el

⁵³ Greenspan *op. cit.* p. 26. en relación con *Order Granting Approval of a Proposed Rule Change Amending Initial and Continued Listing Standards for Special Purpose Acquisition Companies, Securities and Exchange Commission, Release No. 34-80199 (March 10, 2017).*

⁵⁴ Greenspan *op. cit.* p. 16.

⁵⁵ Goldman Sachs aseguró su primera SPAC en enero de 2016 (S-1 *Silver Run Acquisition Corporation*), mientras que Morgan Stanley hizo lo propio en noviembre de ese año (F-1 *Hunter Maritime Acquisition Corp.*).

detonante para la explosión en las salidas a bolsa de SPACs, a lo que se sumó una nueva Administración gubernamental, mucho más permisiva y flexible con todo lo relacionado con el mercado de valores.

En los años 2017, 2018 y 2019 las SPACs recaudaron \$10, \$10,7 y \$13,6 *billions*, respectivamente. Cada uno de esos años las SPACs representaron un 20% aproximadamente del mercado total de IPO. Tras este periodo de calentamiento, llegó 2020, donde se recaudaron \$80 *billions* en 248 IPOs⁵⁶. En 2021 613 SPAC IPOs levantaron \$145 billion, lo que supuso un incremento del 91% anual⁵⁷. En 2021 las SPACs representaron un 59% del total de fondos recaudados en IPOs, lo que significa un incremento del 53% respecto al año anterior⁵⁸.

En esta tercera cuarta generación el foco del legislador se ha puesto sobre las SPACs. Por ejemplo, el congresista demócrata por California Brad Sherman impulsó la *Protecting Investors from Excessive SPACs Fees Act* de 2021: HR 5913⁵⁹, por la que se propone cambiar la *Investment Advisers Act* de 1940, y la *Exchange Act*, para evitar que asesores de inversión (e.g., brókeres) recomienden la inversión en SPACs a inversores no acreditados en el caso de que el “*SPAC promote*” o cualquier otra compensación al *sponsor* sea superior al 5% o la SPAC no divulgue públicamente determinados documentos exigidos por la SEC.

Otro ejemplo es la *Sponsor Promote and Compensation (SPAC) Act de 2021*⁶⁰, introducida en abril de 2021 en el Senado de EEUU por la que exhorta a la SEC a atajar el problema de los efectos dilutivos de las estructuras de remuneración de la SPAC vía una mayor transparencia y divulgación de información por parte de estas sociedades.

La iniciativa más relevante llevada a cabo hasta la fecha es la conocida como *Holding SPACs Accountable Act of 2021*, que se va a comentar en el punto 3.2 siguiente.

⁵⁶ Greenspan *op. cit* p. 29.

⁵⁷ Mackintosh, P., “A Record Pace for SPACs in 2021”, NASDAQ, 6 de enero de 2022, (disponible en: <https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021>, última consulta 20/01/2022).

⁵⁸ *Id.*

⁵⁹ U.S. Congress H.R.5913 (disponible en: <https://www.congress.gov/117/bills/hr5913/BILLS-117hr5913ih.pdf>; último acceso en 19/02/2022).

⁶⁰ U.S. Senate, S.1504 (disponible en: https://www.kennedy.senate.gov/public/_cache/files/8/c/8c5a665c-b7e8-48ce-a2bf-6cd1dbc504c3/A1E8BB9BDA5EB64CB106B92056D91B57.the-sponsor-promote-and-compensation-act-spac-act-.pdf; última consulta 19/02/2022).

3.1.6 Situación actual (2021 – presente)

Un contexto de mayor oposición a la estructura de las SPACs (en particular, al *promote*), con la mayor litigiosidad relacionada con los conflictos de intereses entre *sponsors* e inversores; con el tránsito hacia una regulación que pretende mitigar las asimetrías de información, asimilar la responsabilidad del *sponsor* con la asumida en un IPO y mitigar los potenciales conflictos de intereses derivados de la operativa típica de las SPACs, ha coincidido con una situación macroeconómica desfavorable, inflacionaria y de bajos tipos de interés. La consecuencia ha sido que las salidas a bolsa de nuevas SPACs se han reducido en un 88% en los primeros 75 días de 2022 respecto al mismo periodo del año anterior⁶¹.

Otro motivo es el mal rendimiento, en términos generales, de las SPAC que han conseguido realizar una combinación de negocios. Al cierre de 2021, la cotización media de 262 de las SPAC que salieron a bolsa en los dos años anteriores, cotizaban un 13% por debajo de la que registraron en el momento de la fusión y sólo un 25% de las compañías adquiridas por una SPAC tenían un precio superior.

De hecho, y dada la temporalidad de la SPAC, se estima que hay 500 SPACs cotizando actualmente que deben acordar la combinación de negocios entre 2022 y 2024, y en concreto gran parte de estos vencimientos se producen entre el último trimestre de 2022 y el primero de 2023⁶². La expectativa es que muchas de ellas no logren ejecutar la combinación de negocios, debido a razones como el número limitado de compañías susceptibles de ser adquiridas en los sectores seleccionados y al enfriamiento inversor en general y en este tipo de vehículos en particular⁶³.

⁶¹ Novick, J. “El fin de las SPAC y de las compañías que no deberían haber llegado a estar cotizadas”, *Expansión*, 22 de marzo de 2022; (disponible en: <https://www.expansion.com/opinion/2022/03/22/6239b450e5fdead5208b4634.html>; último acceso 07/04/2022).

⁶² Casado, R., “Contrarreloj de las Spac para buscar, negociar y financiar 500 fusiones”, *Expansión*, 7 de febrero de 2022, (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2022/02/07/62004011e5fdea9e7e8b4832.html>; último acceso 07/04/2022).

⁶³ *Id.*

3.2 Arbitraje regulatorio como explicación del éxito de las SPAC en EEUU

Una de las diferencias fundamentales que existe⁶⁴ entre un IPO y las SPAC en EEUU es la posibilidad en las SPAC de realizar declaraciones y proyecciones en el de-SPAC sobre la marcha futura del negocio de la entidad combinada⁶⁵ con una menor responsabilidad de los gestores y *sponsor* acerca su veracidad y/o exactitud que en el caso de un IPO. Esto se debe a que las SPACs están amparadas por el régimen de “*Safe Harbor*” de exención de responsabilidad que se encuentra recogido en la *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA).

Este régimen de *Safe Harbor*⁶⁶ establece que aquellos sujetos que, actuando por cuenta y/o en representación de un emisor de valores (e.g., una sociedad cotizada), lleven a cabo actos materiales, orales u escritos, que constituyan declaraciones prospectivas (*forward looking statements*, en inglés) y que resulten ser inciertas o engañosas, no serán responsables por esos actos, siempre que vayan acompañados de declaraciones que adviertan de la posibilidad de existencia de factores concretos que puedan causar que los hechos que finalmente acontezcan difieran materialmente de los de la declaración prospectiva (*forward looking statement*). La norma introduce una serie de excepciones al régimen de *Safe Harbor*, entre las que se encuentran un emisor jurídicamente definido como *Blank Check Company* (b)(B) así como las emisiones de valores realizadas en conexión con un IPO (b)(2)(B). Sin embargo, como se ha comentado en el punto anterior⁶⁷, desde los 90 las SPAC se estructuran para evitar ser catalogadas como *Blank Check Companies*, y la transacción que llevan a cabo es una fusión, por lo que consiguen evadir estas excepciones y consecuentemente pueden acogerse al *Safe Harbor*.

La posibilidad de aplicación de este régimen de *Safe Harbor* a las SPACs implica que en la combinación de negocios la SPAC podía efectuar proyecciones sobre la evolución del negocio de la *target* con ausencia de responsabilidad frente a inversores en caso de que dichas proyecciones no se cumplan, algo que claramente supone una diferencia inexplicable frente a al régimen jurídico de los IPOs, que da lugar a arbitraje regulatorio.

⁶⁴ Como se ha anticipado ya y veremos en las próximas líneas, ya hay en curso iniciativas legislativas para eliminarlo.

⁶⁵ E.g., ingresos futuros y beneficios.

⁶⁶ 15 U.S.C. § 77z-2. Disponible en: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/77z-2>. Último acceso: 06/04/2022.

⁶⁷ *Vid* 3.1.2.

Como se ha puesto de manifiesto en múltiples SPACs, las proyecciones muchas veces no se han cumplido⁶⁸.

Este arbitraje regulatorio es una laguna legal que ha perjudicado a los inversores. Por esta razón, en noviembre de 2021 el congreso impulsó la denominada como “ *Holding SPACs Accountable Act of 2021*”⁶⁹, que pretende terminar con esta cuestión e igualar el tratamiento de SPAC y IPOs en cuanto a la posibilidad de aplicar el régimen de *Safe Harbor* a sus proyecciones sobre *forward looking statements*.

Lo que se hace con esta reforma, cuyo objetivo literal es “*to amend the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934 to exclude certain special purpose acquisition companies from safe harbor for forward-looking statements*” es sustituir “*a blank check company*” por “*a development stage company that has no specific business plan or purpose or has indicated that its business plan is to acquire or merge with an unidentified company, entity, or person*” en la enumeración de excepciones, de tal manera que ahora sí estén excluidos del *Safe Harbor*, por mucho que el régimen de *Blank Check Company* no les sea aplicable.

3.3 Maneras de mitigar el riesgo de conflicto de intereses a la luz de la experiencia en EEUU: *Pershing Square Tontine Holdings (PSTH)*

La SPAC *Pershing Square Tontine Holdings (PSTH)* promovida por el gestor de fondos de cobertura Bill Ackman, gestor de *Pershing Square Capital Management* es un caso preeminente en la evolución de las SPACs, no solo porque es la más grande de la historia con una valoración de \$4.000 millones de dólares, sino porque planteó una estructura alternativa para mitigar los conflictos de interés⁷⁰.

La particularidad más importante de esta SPAC es que el *sponsor* no iba a obtener *promote*⁷¹, o al menos no iba a obtener un *promote* convencional, sino que este quedaba condicionado a que la compañía aumentara un 20% de valor.

⁶⁸ Moore, E. “*The Lex Newsletter: Spac-tacular no more*”, *Financial Times*, 15 de marzo de 2022.

⁶⁹ En concreto, fue impulsada por el congresista demócrata por Guam Rep. Michael San Nicolas (D-GU).

⁷⁰ Squire, K., “Bill Ackman and Tontine Holdings rewrite the terms for SPACs”, *CNBC*, 23 de julio de 2022, (disponible en: <https://www.cnbc.com/2020/07/22/bill-ackman-and-tontine-holdings-rewrite-the-terms-for-spacs.html>; última consulta 7/02/2022).

⁷¹ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M., *op. cit.* p. 52.

A diferencia de la típica estructura de SPAC convencional, Pershing Square (*sponsor*) pagó \$67,8 millones por *warrants* que dan derecho a adquirir el 6,21% de la empresa. A diferencia de otras SPACs constituidas en el mismo periodo, como por ejemplo las esponsorizadas por Goldman Sachs y Third Point Capital (con un desembolso inicial por los *warrants* de \$16 millones y \$12 millones, respectivamente), Pershing Square invirtió cuatro veces más para obtener un porcentaje inferior (el 6,21% frente a los porcentajes del 9,1% y el 12,8% de las acciones que recibieron Goldman y Third Point)⁷². Por otro lado, los *warrants* de Pershing Square no eran ejercitables hasta transcurridos 3 años desde la fusión. El diseño de esta estructura pretendía incentivar la permanencia a largo plazo del *sponsor*, al tiempo que alinea los intereses entre espónsor y accionistas de la SPAC, mitigando los problemas de agencia.

Otra novedad relevante de la SPAC es la forma en que estructura la unidad que reciben los accionistas. Las unidades de PSTH se componían de una acción y 1/9 de *warrant* con precio de ejercicio de \$23, y 2/9 de *warrant* con precio de ejercicio \$23 siempre y cuando en el caso de estos últimos no fueran redimidos con ocasión de la combinación de negocios. Esta estructura de *warrants* condicionada al mantenimiento del inversor, mitiga la especulación e incentiva el largo plazo. Además, en el momento de la redención, aquellos accionistas que no reembolsen sus títulos serán “premiados” con *warrants* adicionales consistentes en al menos 1/3 por acción. Por si esto fuera poco, los *warrants* que los accionistas que se marchan “pierden”, esos 2/3 de *warrant* condicionales, serán atribuidos y relocalizados a los accionistas que no soliciten el reembolso, incentivándoles claramente a permanecer en la sociedad⁷³.⁷⁴:

En junio de 2021 Ackman y PSTH acordaron la adquisición del 10% de Universal Music Group a Vivendi en una valoración de \$4.000 millones por ese 10%⁷⁵. Sin embargo, contra todo pronóstico y para sorpresa de muchos, esta adquisición no pudo finalmente realizarse por dos motivos. El primero de ellos fueron las discrepancias de la SEC respecto de la particular estructura de esta transacción, conclusión a la que se llegó tras las reuniones mantenidas por Pershing Square (*sponsor*), sus abogados y la comisión. El

⁷² Squire, K. *op. cit.*

⁷³ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op. cit.* p. 52.

⁷⁴ *Id.* en relación Pershing Square Tontine Holdings Form 424B4, presentado el 26 de julio de 2020, p.7.

⁷⁵ Ingham, T., “Done deal: Pershing Square SPAC is buying 10% of Universal Music Group for \$4bn”, Music Business Worldwide, 20 de junio de 2021. (disponible en: <https://www.musicbusinessworldwide.com/done-deal-pershing-square-spac-is-buying-10-of-universal-music-group-for-4bn/>; última consulta 07/02/2022).

sponsor comunicó esta decisión en una carta abierta a los accionistas de la SPAC. En esta carta⁷⁶ se dice que las dudas de la SEC venían motivadas porque la estructura de esta transacción podría chocar con las normas de la NYSE, aunque no se detalla en qué puntos concretos esta novedosa estructura puede colisionar con la normativa del índice.

El segundo motivo fue una demanda presentada contra PSTH que sembró más dudas si cabe sobre PSTH. El 17 de agosto de 2021 George Assad, un accionista de PSTH, quien se encuentra representado por dos abogados de prestigio⁷⁷ presentó una demanda contra PSTH en la que se alega que esa sociedad es, en realidad, una Sociedad de Inversión (“*Investment Company*”) y por tanto le es aplicable el régimen jurídico de la *Investment Company Act* de 1940. Pese a que la demanda fue contestada por 47 despachos de abogados mediante un comunicado conjunto⁷⁸, y alguno de los cuales proporcionó un análisis más detallado de los motivos por los que mantienen una postura contraria a las pretensiones de Assad⁷⁹, la duda ya estaba sembrada y PSTH se vio obligado a cancelar esta transacción concreta.

Dado que Bill Ackman creía firmemente en esta operación, en lugar de ejecutar la transacción a través de su SPAC PSTH, Ackman adquirió el 10% de Universal a través de su fondo principal Pershing Square Holdings.

⁷⁶ PSTH, “Pershing Square Holdings, Ltd. Provides Update to Investors”, (disponible en: <https://pershing-square-holdings.com/pershing-square-holdings-ltd-provides-update-to-investors-3/>; última consulta 07/04/2022).

⁷⁷ Robert Jackson, funcionario de la SEC y profesor en NYU Law School, y John Morley, profesor en Yale Law School.

⁷⁸ Baker & McKenzie LLP, Cravath, Swaine & Moore LLP, Davis Polk & Wardwell LLP, DLA Piper LLP, Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP, Kirkland & Ellis LLP, Latham & Watkins LLP, Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP, Sullivan & Cromwell LLP, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, White & Case LLP, entre otros. Harvard Law School, “49 Law Firms Respond to Investment Company Act Lawsuits Targeting SPACs” (Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/09/06/%e2%80%8b49-law-firms-respond-to-investment-company-act-lawsuits-targeting-spacs/>; último acceso en 10/02/2022).

⁷⁹ White & Case, “SPACs are Not Investment Companies” (disponible en: [https://www.whitecase.com/publications/alert/spacs-are-not-investment-companies#:~:text=As%20the%20SEC%20has%20recognized,company%20governed%20by%20the%20ICA](https://www.whitecase.com/publications/alert/spacs-are-not-investment-companies#:~:text=As%20the%20SEC%20has%20recognized,company%20governed%20by%20the%20ICA;); última consulta 10/02/2022).

4 CONTEXTUALIZACIÓN DE LA SITUACION EN EUROPA Y MENCIÓN A LA POSICIÓN DE REINO UNIDO

En primer lugar, para contextualizar la actividad en Europa, se ha de apuntar que en 2021, se han lanzado 39 SPACs en bolsas europeas de acuerdo con datos presentados por el despacho de abogados White & Case recopilados por Reifinitiv⁸⁰. Se trata de una cifra relevante, aunque no se aproxime a las cifras de EEUU.

En la siguiente tabla podemos ver su procedencia geográfica:

Tabla 2: SPACs lanzadas en Europa por país. Fuente: White & Case LLP

Nación en la que se encuentra el índice	Número	Cuota de mercado (%)
Países Bajos	16	41
Reino Unido	6	16
Francia	4	10
Suecia	4	10
Alemania	4	10
Finlandia	2	5
Italia	2	5
Suiza	1	3
Total	39	100

En Europa, en general, no ha habido una gran actividad legislativa respecto a las SPAC, al margen de alguna iniciativa concreta como, por ejemplo, en el caso de Reino Unido.

El 27 de julio de 2021, la *Financial Conduct Authority* (FCA) británica emitió tras el pertinente periodo de consultas con agentes de mercado un *Policy Statement* titulado *Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules*⁸¹ por el que se introducen reformas para adecuar la normativa e interpretación de las reglas del mercado de valores británicas a las exigencias de las SPAC. En este acto, la FCA cambió su normativa con un ajuste en su política regulatoria, siendo lo más destacable la eliminación de la hasta ahora existente suspensión de cotización para las SPACs al anunciarse la combinación de negocios, siempre que la

⁸⁰White & Case, “European SPAC & de-SPAC Data & statistics roundup”, 2021, (disponible en: <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-01/european-spac-and-de-spac-data-statistics-roundup-web.pdf>; última consulta 07/02/2022).

⁸¹ Financial Conduct Authority (FCA), “Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules, Policy Statement”, julio de 2021, (disponible en: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>; última consulta 08/02/2022).

SPAC reúna ciertas características⁸². Esta suspensión de cotización, de facto, provocaba que los inversores y accionistas de la SPAC quedaran bloqueados, incapaces de liquidar su inversión si así lo querían. De entre las características que ha de tener una SPAC para poder acogerse a este cambio normativo, destacan, sin carácter exhaustivo, tener un tamaño mínimo de £100m, un periodo máximo para ejecutar el de-SPAC de 2 años prorrogables otros 12 meses adicionales si los accionistas así lo aprueban, o la necesidad de aprobación de la combinación de negocios por la junta de accionistas.

⁸² Financial Conduct Authority, *op. cit.*

III. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SPAC EN ESPAÑA

5 EL SPONSOR (O LA SPAC) COMO ENTIDAD REGULADA

Como se ha señalado, el *sponsor* o promotor de una SPAC es la entidad que la promueve con la finalidad de invertir en sociedades, inicialmente no identificadas, que desarrollan su actividad en uno o varios sectores económicos.

En este sentido, los objetivos de la SPAC y su configuración pueden asimilarse a los de una sociedad de inversión o a los de una entidad de capital riesgo. Si se concluyera que la SPAC es una entidad encuadrable en alguna de estas categorías, sería una sociedad regulada y sujeta a la autorización y supervisión de las autoridades del mercado de valores (en el caso español, de la CNMV), en aplicación de la normativa aprobada por la UE, IFD⁸³ e IFR⁸⁴ y de la normativa española aplicable⁸⁵ tanto a estas sociedades como a las entidades de capital riesgo⁸⁶.

Como se ha visto, este problema se planteó ya, en términos similares, en EEUU, a propósito de distintas demandas presentadas por inversores contra diversas SPACs, siendo la más citada por los medios de comunicación, la presentada el 17 de agosto de 2021 por George Assad, un accionista de PSTH, contra la propia SPAC PSTH⁸⁷. Pues bien, aunque la regulación norteamericana y la europea son diferentes, la conclusión en España es la misma.

Con la finalidad de analizar el problema expuesto, a continuación, se detallan las principales diferencias entre las SPACs y otros tipos de vehículos con forma societaria, tales como las Instituciones de Inversión Colectiva (“IIC”) (y, particularmente, las

⁸³ Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican las Directivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE y 2014/65/UE.

⁸⁴ Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) no 1093/2010, (UE) no 75/2013, (UE) no 600/2014 y (UE) no 806/2014.

⁸⁵ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

⁸⁶ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, entre otras.

⁸⁷ *Vid.* 3.6.

Sociedades de Inversión de Capital Variable o “**SICAV**”, y las Sociedades de Inversión Libre o “**SIL**”) y las Entidades de Capital Riesgo (“**ECR**”)/Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (“**EICC**”) (y, particularmente, las Sociedades de Capital Riesgo o “**SCR**” y las Sociedades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado o “**SICC**”). Este análisis no es exhaustivo y solo destaca las principales diferencias que se aprecian en los regímenes aplicables a este tipo de vehículos.

5.1 Diferencias entre la SPAC y otros tipos de vehículos de inversión con forma societaria

5.1.1 Diferencias entre las SPAC y las IIC (particularmente, SICAV/SIL)

Las principales diferencias entre las SICAV/SIL y las SPAC se pueden sintetizar de la siguiente forma:

- i. Las SICAV/SIL están sujetas a un régimen de autorización por parte de la CNMV y deben inscribirse en el correspondiente Registro Administrativo a su cargo, mientras que las SPAC, ni en la normativa vigente ni en la proyectada, están sometidas a tales requerimientos.
- ii. Las SICAV/SIL deben contar con una política de inversión definida. En el caso de las SICAV, esta debe estar basada en los principios de liquidez, diversificación y transparencia (art. 23 de la LIIC). Las SPAC no cuentan con una política de inversión definida ni su operativa se rige por dichos principios.
- iii. Las SICAV/SIL tienen la vocación de inversión inmediata de su patrimonio desde el mismo momento de su inscripción como tales en la CNMV. De hecho, la autorización concedida a la SICAV/SIL puede ser revocada si no da comienzo a las actividades específicas de su objeto social dentro de los seis meses siguientes a la fecha de su inscripción (art. 13.1, letra b), de la LIIC). Por el contrario, la operativa de las SPACs anteriormente descrita, obliga a que los fondos obtenidos por las SPAC se inmovilicen en una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la SPAC hasta que se produzca la operación concreta con la sociedad subyacente (en este mismo sentido, art. 535 bis. 2 del TRLMV, según la Disposición Final Segunda del Anteproyecto).

- iv. El ámbito de inversión de las SICAV/SIL es más amplio que el de las SPAC. El objetivo de las SPAC es adquirir la totalidad o una participación de control en el capital de otra sociedad o sociedades cotizadas o no cotizadas, mientras que las SICAV/SIL pueden invertir en un amplio listado de valores u otros instrumentos financieros (art. 48 del RIIC en el caso de las SICAV y art. 73 del RIIC en el caso de las SIL).
- v. Las SICAV/SIL cuentan con un capital mínimo y un capital máximo (10 veces su mínimo). Estas deben mantener en todo momento un capital mínimo desembolsado de 2.400.000€ (art. 80.2 del RIIC), siendo causa de revocación de su autorización el incumplimiento de dicho mínimo durante más de un año (art. 16.1 del RIIC), mientras que las SPAC no disponen de una cifra de capital mínimo ni máximo específicos.
- vi. Las SICAV/SIL deben contar con un número mínimo de inversores (100 en el caso de las SICAV –art. 6.3 del RIIC– y 25 en el caso de las SIL –art. 73.1, letra c), del RIIC–), mientras que las SPAC no tienen obligación de mantener un número mínimo de accionistas (al margen de las reglas de la oferta pública a la que más adelante me referiré).
- vii. Las SICAV/SIL pueden contar con una Sociedad Gestora de IIC debidamente autorizada a la que se encomiende la gestión de su patrimonio o ser vehículos autogestionados (art. 8 del RIIC). En el caso de optar por la autogestión, las SICAV/SIL deben ser autorizadas por la CNMV como tales y contar con medios humanos y técnicos suficientes para el desarrollo de su actividad. Las SPAC no precisan de una sociedad gestora y, en caso de decidir libremente contar con una, como a veces supone con el *sponsor*, la misma no requiere de autorización administrativa (a diferencia de las Sociedades Gestoras de IIC).
- viii. Con independencia de que se trate de SICAV/SIL gestionadas por una Sociedad Gestora de IIC o de SICAV/SIL autogestionadas, estas deben contar en todo caso con una sociedad depositaria debidamente autorizada (art. 11 de la LIIC), mientras que las SPAC no precisan de sociedad depositaria.
- ix. Las SICAV y las SIL (estas últimas, solo cuando no están afectadas por restricciones a los reembolsos de accionistas fijadas en su folleto informativo), pueden atender los reembolsos de accionistas a través de la recompra de sus propias acciones, que podrán mantener en autocartera de forma indefinida siempre que el capital se encuentre por encima de su capital mínimo sin llevar a cabo una

reducción de capital estatutaria. Las normas aplicables a las SPAC serían, salvo modificación legal, las aplicables a las sociedades anónimas cotizadas.

- x. Las SICAV/SIL cuentan con un Valor Liquidativo que calcula generalmente la sociedad gestora (o el propio vehículo si es autogestionado), mientras que la valoración de las SPAC se efectúa según las reglas del mercado.
- xi. En caso de cumplir determinados requisitos, las SICAV y las SIL tributan al 1% en el Impuesto sobre Sociedades, mientras que las SPAC no cuenta con ningún régimen fiscal privilegiado, salvo que se establezca de otra forma en una futura modificación legal.
- xii. Adicionalmente, solo en el caso de las SICAV, estas deben cumplir con determinados coeficientes de diversificación del riesgo y liquidez (art. 23 de la LIIC y 50 del RIIC), mientras que las SPAC pueden invertir todo su patrimonio en una única sociedad y no están obligadas a mantener un porcentaje de su patrimonio en liquidez.

5.1.2 Diferencias entre las SPAC y las ECR/EICC (particularmente SCR/SICC)

Las principales diferencias entre las SCR/SICC y las SPAC son las siguientes:

- i. Las SCR/SICC deben contar con una política de inversión definida (art. 12 de la Ley 22/2014), mientras que las SPAC no cuentan con una política de inversión definida, más allá de la identificación del sector en que la sociedad *target* opera.
- ii. Las SCR/SICC deben, para operar, inscribirse en el correspondiente Registro Administrativo a cargo de la CNMV, mientras que las SPAC no están sometidas a dicha inscripción obligatoria.
- iii. Solo en el caso de las SCR:
 - a. Estas deben cumplir con determinados coeficientes de diversificación del riesgo (art. 16 de la Ley 22/2014), lo que implica que en ningún escenario podrán invertir todo su patrimonio en un único activo, e inversión (art. 17 de la Ley 22/2014), mientras que las SPAC pueden invertir todo su patrimonio en una única sociedad.
 - b. Las SCR toman participaciones con carácter temporal (art. 9.1. de la Ley 22/2014), mientras que las SPAC toman posiciones con vocación más

duradera (al punto de que una de sus finalidades puede ser fusionarse con la sociedad o sociedades participadas).

- c. El objeto principal de las SCR consiste en la toma de participaciones en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera (art. 9.1. de la Ley 22/2014), mientras que las SPAC no cuentan con estas restricciones.
- iv. Sin perjuicio de la letra c) anterior, las SCR pueden invertir en una tipología de activos más amplia que las SPAC. El objetivo de las SPAC es adquirir la totalidad o una participación en el capital de otra sociedad o sociedades cotizadas o no cotizadas, mientras que las SCR pueden invertir en un amplio listado de activos, como acciones u otros instrumentos financieros, préstamos participativos a empresas que se encuentren dentro de su ámbito principal de inversión, otros préstamos participativos, acciones o participaciones de otros ECR, etc. (art. 13 de la Ley 22/2014). La SICC no tiene ningún tipo de restricción en su política de inversión.
- v. Las SCR/SICC pueden contar con una Sociedad Gestora de Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado (SGEIC) o con una Sociedad Gestora de IIC debidamente autorizada a la que se encomienda la gestión de su patrimonio o ser vehículos autogestionados (art. 26.1 de la Ley 22/2014). En el caso de optar por la autogestión, las SCR/SICC deben ser autorizadas por la CNMV como tales y contar con medios humanos y técnicos suficientes para el desarrollo de su actividad. Las SPAC no precisan de una sociedad gestora y, en caso de decidir libremente contar con una, la misma no requiere de autorización administrativa (a diferencia de las SGEIC o Sociedades Gestoras de IIC).
- vi. Con independencia de que se trate de SCR/SICC gestionadas por una SGEIC o Sociedad Gestora de IIC o de SCR/SICC autogestionadas, estas deben contar, en caso de ser necesario, con una sociedad depositaria debidamente autorizada (conforme al art. 50 de la Ley 22/2014), mientras que las SPAC no precisan de sociedad depositaria.
- vii. Las SCR deben mantener en todo momento un capital mínimo de 1.200.000€ (art. 26.3 de la Ley 22/2014), debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50 por ciento del mismo y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. El capital mínimo de las SICC es de 60.000€ dado que no existe un mínimo regulatorio y el mínimo se fija por su condición necesaria de S.A. (art. 38.1 y 2 de la Ley 22/2014),

si bien será de 300.000€ en el caso de SICC autogestionadas (art. 48 de la Ley 22/2014). Las SPAC no disponen de una cifra de capital mínimo específico.

- viii. Las SICAV/SIL cuentan con un valor liquidativo que calcula generalmente la sociedad gestora (o el propio vehículo si es autogestionado), mientras que la valoración de las SPAC se efectúa según las reglas del mercado.

5.1.3 Conclusiones

Las diferencias apuntadas en sus objetivos y en su régimen jurídico permiten concluir que las SPACs son entidades distintas de las entidades reguladas por el ordenamiento jurídico como entidades de inversión o de capital riesgo y, por tanto, no están sujetas a su régimen jurídico.

Entre otros aspectos reseñables, las entidades reguladas deben ser autorizadas por la CNMV para el inicio de su actividad y están sujetas a su supervisión. Además, caso de cumplir determinados requisitos, las SCR se benefician de algunas ventajas fiscales, mientras que las SPAC no cuenta en la normativa vigente con ningún régimen fiscal privilegiado.

6 EL PROMOTE DEL SPONSOR

Surge a continuación la cuestión acerca de cómo vehiculizar el denominado *promote*, del *sponsor*, una de las particularidades más destacadas de las SPAC que tiene, como se ha descrito en el apartado 2.2.1.1 anterior de este trabajo, las siguientes características:

- i. Los *sponsors* desembolsan una reducida cantidad de dinero, generalmente al valor nominal de las acciones, que les da derecho a suscribir un porcentaje de acciones equivalente al 25% de la OPV.
- ii. Una vez realizada la oferta pública de venta, en el caso tipo, los *sponsors* serán titulares del 20% del capital de la sociedad.

Desde un punto de vista económico, el profesor Mascareñas ha denominado a estas acciones, “acciones fundacionales”⁸⁸. Sin embargo, desde un punto de vista jurídico-mercantil, y pese a la asimilación de su finalidad, no podrán articularse como ventajas de los fundadores de las sociedades anónimas previstas en el artículo 27 de la LSC.

En efecto, el artículo 27 de la LSC establece que los fundadores y promotores de las sociedades anónimas podrán reservarse estatutariamente derechos especiales de contenido económico cuyo valor conjunto, cualquiera que fuera su naturaleza, no podrá exceder el 10 por ciento de los beneficios distribuibles obtenidos según el balance de la sociedad y con un límite máximo de diez años⁸⁹. Estas limitaciones cuantitativas y temporales hacen que esta alternativa no sea adecuada a las necesidades de la SPAC.

La alternativa es la utilización de acciones privilegiadas, previstas en los artículos 94 y siguientes de la LSC, que otorguen un derecho de conversión en acciones ordinarias en la proporción determinada en aras de alcanzar el deseado 20% post-OPV. La LSC configura los privilegios de las acciones con carácter limitativo y los aquí descritos no entran dentro de dichas limitaciones⁹⁰.

⁸⁸ Mascareñas, J., *op. cit.*, p. 14.

⁸⁹ Machado, J., “Comentario al artículo 27 LSC”, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 381-386.

⁹⁰ Campuzano, A.B., “Comentario a los artículos 93 a 96 de la LSC”, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 789-817, pp. 815-819.

7 LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE LA SPAC

Como se ha señalado, es esencial que las SPAC sean sociedades cotizadas porque una de sus finalidades es, precisamente, facilitar la salida a bolsa, aunque de forma indirecta, del *target* con el que la SPAC realiza la combinación de negocios.

Por la razón mencionada, uno de los aspectos fundamentales de las SPACs que explican al menos parte de su éxito, es la mayor facilidad para cumplir los requisitos necesarios para su acceso al mercado bursátil respecto de los de una OPV o una OPS.

Como se ha señalado en los precedentes a los que se ha hecho referencia en el apartado 3.2 de este trabajo, es el arbitraje regulatorio explica las ventajas de estos vehículos de inversión en comparación con las OPVs en EEUU. La evolución normativa en EEUU, a la que se ha hecho referencia en mismo apartado 3.2, anterior, va precisamente en la línea de reducir ese arbitraje, asimilando en mayor medida que la legislación vigente las diferencias entre la regulación y la responsabilidad derivada de la cotización de una SPAC y de una oferta pública de acciones.

Por esta razón, en Europa, más retrasada en la adaptación regulatoria a esta figura, se han establecido normas y recomendaciones supervisoras para garantizar que los inversores institucionales y, en especial los minoristas conocen con precisión la realidad de los vehículos en los que invierten.

7.1 Requisitos de idoneidad del emisor de valores

A efectos de la aplicación de la normativa del mercado de valores, uno de los aspectos que deben ser tenidos en cuenta es si las SPAC cumplen los requisitos de idoneidad fijados en el artículo 8 del RD 1310/2005⁹¹. En ese artículo, se establece que:

- i. El emisor ha de estar debidamente constituido de acuerdo con la normativa del país en el que esté domiciliado (8.2).
- ii. El emisor debe estar operando de acuerdo a sus estatutos y escritura fundacional (8.2).

⁹¹ 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.

- iii. Las acciones admitidas a negociación no podrán establecer desventajas o diferencias en los derechos que correspondan a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas (8.3).

Los dos primeros apartados no parecen suponer un obstáculo, debido a que cuando el artículo se refiere a “estar operando conforme a los estatutos” no debe entenderse como tener una operativa de negocio (cosa que las SPAC no tienen), sino que la actividad que realice la sociedad se adecúe a lo dispuesto en sus estatutos (en el caso de una SPAC, la búsqueda de una compañía que adquirir).

No obstante, el tercer apartado merece una reflexión toda vez que, como se señala más adelante, el *sponsor* suele tener adjudicadas acciones privilegiadas que le otorgan el derecho a mantener el 20% de las acciones tras la salida a bolsa del vehículo. No parece, sin embargo, que constituya un problema porque está consolidado que las acciones privilegiadas son admisibles en las sociedades cotizadas.

7.2 La información al mercado y las diferentes fases de la SPAC

Como, también se ha señalado anteriormente, el ciclo de una SPAC se puede resumir, a los efectos del análisis de su tratamiento por la normativa del mercado de valores, en estas tres fases:

- 1) Primera fase. En una primera fase, la SPAC realiza una oferta inicial de sus acciones entre inversores cualificados, previa a su salida a bolsa (*Initial Public Offer-IPO*) y admisión a cotización de las mismas en un mercado.
- 2) Segunda fase. En una segunda fase, la SPAC inicia la búsqueda de una compañía para su adquisición (*target*), hasta el anuncio de un acuerdo para ello.
- 3) Tercera fase. Finalmente, se produce la combinación de negocio con la compañía *target*, generalmente a través de una fusión. Tras esta fusión la SPAC se convierte en una sociedad cotizada “normal” (al cotizar el negocio adquirido).

La estructura de las SPACs presenta, a priori, varias ventajas con respecto a una salida a bolsa ordinaria: (i) los requisitos de información son, en la primera fase, menores porque la descripción de la SPAC cuyo activo es tesorería y su pasivo es patrimonio simplifica la información a facilitar al mercado; (ii) la negociación de la de-SPAC se simplifica, realizarse bilateralmente entre la SPAC y la *target* y, con ello, se reduce la incertidumbre

de mercado/volatilidad a la que está sujeta una OPV o una OPS tradicionales; (iii) las SPAC son uno de los cauces que permiten dar alternativas de desinversión a las sociedades previamente adquiridas por sociedades de capital riesgo, y (iv) en el momento de negociación del potencial acuerdo y su ejecución, se da la posibilidad de compartir el plan de negocio de la sociedad *target*, cuestión compleja, desde el punto de vista de responsabilidad de la información en una IPO tradicional y con un régimen jurídico diferente, aunque en progresiva asimilación, que se ha comentado en relación con la evolución normativa en EEUU.

No obstante, es esencial, dada la concreción de su actividad, que la información que respecto de la SPAC se facilite al mercado sea completa y se adapte a sus especiales características. A estos efectos, vamos a diferenciar las fases anteriores.

7.3 Información al mercado y protección del inversor durante la primera fase

La *European Securities Markets Exchange Commission* (ESMA) considera que la estructura de las SPAC es especialmente compleja por diversos factores y por tanto espera que, de acuerdo con la normativa *MiFID II* en cuanto a la gobernanza de producto, las entidades participantes (manufacturadoras y distribuidoras) realicen un escrutinio especialmente cuidadoso, a los efectos de determinar el mercado de inversores objetivo (*target market*), resultando en la práctica que la colocación de acciones de una SPAC se debe dirigir únicamente a inversores cualificados.

Aunque por el tamaño de la SPAC y el número de sus inversores, no resulte necesaria la realización de una oferta pública previa a su admisión al mercado, es necesario aprobar un folleto informativo a registrar en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a los efectos de aprobar la oferta y admisión a cotización de las acciones de la SPAC en un mercado regulado español (Bolsas de Valores), de acuerdo con el Reglamento (UE) 2017/1129 de folletos.

Dadas las peculiaridades de la SPAC, sin perjuicio del cumplimiento general del contenido mínimo que establecen para todos los documentos informativos de admisiones a cotización el Reglamento Delegado (UE) 2019/980, que deberá realizarse conforme a

los Anexos 1 y 11 del Reglamento Delegado- tanto ESMA⁹² como CNMV⁹³ consideran que hay ciertos apartados y contenidos del mismo que, sin ánimo limitativo, deben desarrollarse especialmente o sobre los que CNMV ha anunciado que realizará un mayor escrutinio durante el proceso de verificación, a efectos de que el inversor pueda tomar una decisión completamente informada. Dichos apartados serían los siguientes:

1) Factores de riesgo específicos (*apartados 3.1 del Anexo 1 y 2.1 del Anexo 11 del Reglamento Delegado*), sin perjuicio de su desarrollo en otros apartados:

- a. Estructura del emisor (sin actividad inicial) y sus valores (acciones, *warrants*), incluyendo la inmovilización de fondos obtenidos en una cuenta y su remuneración.
- b. Potenciales conflictos de interés con los *sponsors* y su tratamiento.
- c. Gobierno de la SPAC y toma de decisiones a efectos de la combinación de negocios (mayorías y acuerdos necesarios, articulación de los derechos de separación).
- d. Dilución de los inversores iniciales (incluyendo la dilución del potencial pago a los *sponsors* de su remuneración a través de la entrega de acciones o ejercicio de *warrants* o relacionados con la financiación de la adquisición).

2) Estrategia y objetivos (*apartado 5.4 del Anexo 1*)

- a. Detalle de las políticas y estrategias de inversión de la SPAC: (i) sectores de actividad o tipo de sociedades que serán objeto de búsqueda para su adquisición, (ii) ámbito geográfico, (iii) flexibilidad para ampliar la

⁹² El 15 de julio de 2021 la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) publicó un comunicado con directrices a los Estados miembros acerca de las SPACs, con el objetivo de promover una respuesta conjunta a este fenómeno

⁹³ Criterios de Supervisión Comisión Nacional del Mercado de Valores: CNMV Boletín Trimestral III/2021. El boletín de la CNMV relativo al tercer trimestre de 2021 incluye referencias a las SPACs en sus páginas 48 y ss., la CNMV define a las SPACs como “*sociedades que a través de su salida a bolsa captan dinero de cara a la adquisición futura de una parte de una compañía no cotizada (entidad objeto), generalmente con potencial de crecimiento, instrumentándose normalmente dicha adquisición a través de su fusión. De este modo, la compañía objeto comienza a cotizar al fusionarse con la SPAC cotizada*”. Añade, que las SPACs “*se configuran como una alternativa a las salidas a bolsa tradicionales o al private equity e incrementan las vías y las probabilidades de acceso de empresas a los mercados de renta variable, teniendo con ello el potencial de mejorar la estructura de financiación del sector empresarial y de la empresa, así como de limitar los riesgos asociados a un proceso de salida tradicional al mercado. Es esta una de sus claras ventajas, en la medida en que el proceso de salida al mercado consiste en una negociación de los términos del acuerdo exclusivamente entre las dos partes*”.

búsqueda, en su caso, por parte de los *sponsors* (iv) plazo máximo para la identificación y adquisición de la entidad objeto.

- 3) Financiación de la SPAC_(*apartado 8.3 del Anexo 1*)
 - a. Detalle sobre la cuenta *escrow* donde se depositarán los fondos hasta su uso, y la remuneración de la misma.
 - b. Detalle sobre posibles necesidades de financiación que pudiera anticipar la SPAC, de cara a la adquisición de la entidad objeto.
- 4) Experiencia y actividades del equipo directivo y consejo_(*apartado 12.1 del Anexo 1*)
 - a. Experiencia de los *sponsors*, directivos y administradores de la SPAC.
- 5) Conflictos de interés de los *sponsors*_(*apartado 12.2 del Anexo 1*)

Sin perjuicio del detalle de los factores de riesgo, se solicitará efectuar un análisis de las implicaciones de los potenciales conflictos de intereses que pudieran darse en las siguientes situaciones:

- a. En el supuesto de que los *sponsors* pierdan su inversión inicial si no se completa la adquisición de una sociedad objeto en el plazo previsto.
- b. En relación con los acuerdos de *lock-up* asumidos al objeto de limitar durante un período de tiempo la venta de acciones por el *sponsor*.
- c. Posibilidad de que la SPAC pueda invertir en sociedades relacionadas o vinculadas con los *sponsors*.
- d. Conflictos relacionados con que los *sponsors* o sociedades vinculadas a los mismos hayan ya invertido en el mismo sector en el que pretenda invertir la SPAC.
- e. Posibilidad de que los *sponsors* no estén obligados a compartir la identificación de una potencial entidad objeto con la SPAC y que puedan realizar la adquisición ellos directamente.

- 6) Aspectos societarios (*apartados 19.1.4, 19.1.5, 19.1.6, 19.2.2 y 19.2.3 del Anexo I y 4.5 del Anexo II*), incluyendo:
- a. Acuerdos necesarios (órgano social) y mayorías necesarias para la adquisición de la entidad objeto.
 - b. Forma de ejercicio del derecho de separación en el momento en que se apruebe la operación de integración.
 - c. Tipología de acciones e instrumentos financieros a emitir por la SPAC y características diferenciales entre los que suscriban los inversores y los *sponsors*.
 - d. ESMA considera que habrá de indicar en este folleto si existe la posibilidad de que, en el momento de la integración de negocios, no se requiera de la presentación de un nuevo folleto informativo por aplicación de alguna de las excepciones previstas en el Reglamento de folletos, de tal forma que el inversor esté o no confortable con el nivel de información que se le dará en el futuro, sin perjuicio de que, finalmente, así se requiera, como detallamos en el apartado siguiente.
- 7) Accionistas mayoritarios (*apartados 16.1 a 16.4 del Anexo I*)
- a. En particular, la participación inicial y potencial de los *sponsors*.
 - b. Existencia de diferentes derechos de voto.
- 8) Operaciones con partes vinculadas (*apartado 17.1 del Anexo I*)
- 9) Interés de las personas físicas y jurídicas participantes en la emisión/oferta (*apartado 3.3. del Anexo II*), en especial si son prestados por los *sponsors*.
- 10) Uso de fondos (*apartado 3.4 del Anexo II*), y en particular indicar si se considerará que los fondos obtenidos no serán suficientes para realizar completamente la adquisición, incluyendo una estimación de los importes y fuentes de financiación para obtenerlos. Esto puede requerir el desarrollo de diferentes escenarios probables.
- 11) Detalle de si los accionistas mayoritarios o los administradores tienen intención de adquirir una participación de más del 5% de la oferta (*apartado 5.2.2 del Anexo*

11).

- 12) Información sobre el precio de adquisición de las acciones por los *sponsors*, accionistas mayoritarios o administradores y operaciones realizadas durante el último año (*apartado 5.2.3 del Anexo 11*).

Además del mayor contenido y escrutinio del folleto detallado anteriormente, CNMV ha establecido el criterio, con carácter general (aunque puede ser modulable) de que, las SPAC en esta primera fase:

- 1) Deben alcanzar los 50 inversores (debiendo al menos el 25% del capital estar distribuido entre el “público”, como en una salida a bolsa tradicional – entendiéndose como tal a accionistas inversores cualificados que no tengan una participación significativa –).
- 2) Tener, al menos, cincuenta millones de euros de capitalización.

7.4 Durante la segunda fase

Durante esa fase, la SPAC como sociedad cotizada habrá de cumplir con la normativa del mercado de valores y en especial en materia de transparencia y de abuso de mercado, publicando la información privilegiada que esté en su poder y la información periódica a que, como sociedad cotizada, esté obligada.

En relación con lo anterior, será especialmente importante el anuncio del acuerdo de la adquisición de la entidad objeto, que habrá de ser lo más completo y detallado posible para que:

- i. Los accionistas de la SPAC puedan decidir si están de acuerdo con la operación o no, y en consecuencia ejercitar o no su derecho de separación.
- ii. Que el mercado pueda formar correctamente el precio de la acción, evitando en lo posible suspensiones de negociación.

7.5 Durante la tercera fase

Para la ejecución de la operación de adquisición, es posible que no deba realizarse un nuevo folleto informativo por aplicarse alguna de las excepciones previstas en el Reglamento de folletos artículo. Por ejemplo:

- i. Porque la ampliación de capital de la SPAC (en una fusión directa sobre la sociedad *target*) sea por debajo de los umbrales que el reglamento de folletos permite.
- ii. Porque sean inicialmente de aplicación las excepciones a la elaboración de un folleto completo, en el marco de una fusión- previstas en el artículo 1.4. g) y 1.5 f) del Reglamento de folletos- y que prevé la elaboración de un documento más simple que un folleto que contiene información descriptiva de la transacción y sus consecuencias para el emisor.
- iii. Porque se realice una fusión “no directa”: fusión post- adquisición del 100% de las acciones de la sociedad *target*, produciéndose el pago inicialmente en dinero.

No obstante, tanto ESMA como CNMV consideran que el inversor de una SPAC, para tomar la decisión sobre si está de acuerdo con la operación o no (y votar en consecuencia o vender o mantener sus acciones) debe contar en ese momento con la misma información con respecto a la combinación del negocio, que se tendría en un folleto aprobado, si el proceso hubiese sido una salida a bolsa tradicional. Por lo tanto, aunque pudieran ser de aplicación alguna de las excepciones previstas en el Reglamento de folletos, la CNMV demandará la elaboración de un folleto completo para la ejecución de la operación. Esta limitación hace que las SPACs europeas puedan perder atractivo en comparación con el régimen legal vigente en EEUU aunque, como antes se ha señalado⁹⁴, en esta última jurisdicción está en proceso de modificación.

⁹⁴ Vid 3.2.

8 LA TEMPORALIDAD DE LA INVERSIÓN EN LA SPAC. MECANISMOS DE REEMBOLSO A LOS ACCIONISTAS

Una de las notas distintivas de las SPAC es la capacidad de aquellos inversores que no estén conformes con la operación proyectada de separarse de la SPAC, recuperando su aportación a la misma.

En derecho español, ante la ausencia de una regulación específica, la separación podría articularse a través de tres vías: mediante un derecho de separación estatutario, mediante la emisión de acciones rescatables y a través de una reducción de capital para la adquisición de sus propias acciones para su amortización como mecanismo de reembolso. Posteriormente veremos cómo estas vías han sido, al menos inicialmente, las a priori elegidas por el legislador en el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores.

8.1 Derecho de separación estatutario como mecanismo de reembolso y problemas potenciales con derechos legales de separación

En derecho español vigente, el artículo 347 de la LSC permite la inclusión de causas de separación distintas de las legales previstas en el artículo 346 de la misma norma. Parece, en relación con las SPACs que sería posible establecer como causa legal de separación el anuncio de la combinación de negocios propuesta, dado que se trata de una condición estatutaria que habría sido admitida tácitamente por todos los inversores de la SPAC. Y ello, pese a que la doctrina tradicional ha limitado el alcance de las causas de separación estatutarias a hechos que afecten de modo directo a los intereses del socio afectado y no a acuerdos que más parecen tener relación con decisiones que deben ser tomadas de forma mayoritaria en los órganos sociales⁹⁵.

La LSC aclara, además, que, en caso de inclusión de causas estatutarias que den a los socios derecho a su separación de la sociedad, para el derecho de separación, los estatutos sociales deberán establecer “*el modo en que deberá acreditarse la existencia de la causa, la forma de ejercitar el derecho de separación y el plazo para su ejercicio*”.

Finalmente, las modificaciones de las causas de separación estatutarias requieren la

⁹⁵ Emparanza, A., art. 347. Causas estatutarias de separación, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 2479-2483, p. 2481.

unanimidad de todos los socios.

Un obstáculo (o, al menos, una distorsión) a la previsión de una causa estatutaria de separación, sería la existencia de una causa legal de separación que fuera aplicable.

En efecto, el artículo 346 de la LSC incluye entre las causas de separación (apartado 1.d)) que nacerá un derecho de separación en caso de sustitución o modificación sustancial del objeto social. Tras la combinación de negocios, la SPAC, podría pasar de ser la propia de una sociedad de inversión tenedora de acciones a adoptar el objeto social de la sociedad *target*⁹⁶.

Pongamos como ejemplo, que una SPAC adquiere y se fusiona con la sociedad Cabify España, S.L., cuyo objeto social es “*Las actividades de desarrollo, realización, presentación y comercialización de aplicaciones para terminales móviles así como el arrendamiento de vehículos con conductor, la prestación de transporte público discrecional de viajeros, la prestación de servicios de transporte discrecional de mercancías*”⁹⁷.

En el supuesto de que la de-SPAC se articule mediante una combinación de negocios consistente en una fusión de sociedades en la que la SPAC fuera la entidad absorbente, esta deberá tomar el objeto social de la sociedad absorbida (en nuestro ejemplo, el de Cabify España S.L.). Como consecuencia, se sustituirá el objeto social de la SPAC por el de la sociedad holding.

En este supuesto, por aplicación del citado artículo 346 de la LSC, los socios disidentes tendrían derecho a ejercitar un derecho de separación.

Sin embargo, es necesario tomar en consideración a este respecto, dos cuestiones: (i) la interpretación del precepto legal que establece el derecho de separación de los socios en caso de sustitución o modificación sustancial del objeto social, y (ii) las diferentes

⁹⁶ Por ejemplo, y como veremos posteriormente, en virtud del nuevo artículo propuesto en el Anteproyecto 535.bis LSC: “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”.

⁹⁷ Axesor, “Cabify España S.L.”, (disponible en [49](https://www.axesor.es/Informes-Empresas/6892609/CABIFY_ESPANA_SL.html#:~:text=La%20actividad%20SIC%20de%20Cabify,la%20Prestaci%C3%B3n%20de%20Transporte%20P%C3%BAblico; última consulta 20/03/2022).</p></div><div data-bbox=)

alternativas de combinaciones de negocios con las que podría efectuarse el De SPAC.

(i) La interpretación del precepto legal

El nacimiento del derecho de separación del artículo 346. 1.d de la LSC se produce en aquellos supuestos en los que hay un cambio real en el objeto social o, en los términos del Tribunal Supremo, cuando se produzca una “*mutación de los presupuestos objetivamente determinantes de la adhesión del socio a la sociedad como consecuencia de una transformación sustancial del objeto de la misma que le convierte en una realidad jurídica o económica distinta*”⁹⁸. Pues bien, lo cierto es que no parece que pueda afirmarse que el socio de una SPAC vea, como consecuencia de la realización de la combinación de negocios que constituye, precisamente, la finalidad de la sociedad en la que invirtió pueda considerar que se produce un cambio en los presupuestos determinantes que le hicieron invertir en la sociedad⁹⁹.

(ii) Las diferentes alternativas de combinaciones de negocios

La sustitución del objeto social se producirá de manera diferente en el caso de que la combinación de negocios sea una fusión en la que la SPAC absorba a la sociedad *target* que si, por ejemplo, se articula mediante la adquisición de un porcentaje mayoritario del capital de la sociedad. Mientras que en el primer caso podría defenderse que estamos ante un supuesto de modificación sustancial del objeto social, aunque atendiendo a su literalidad y no a la interpretación finalista defendida en el apartado anterior, en el segundo no se producirá ni tan siquiera una modificación en el objeto social de la SPAC.

Las conclusiones de lo expuesto, son: no consideramos que, como consecuencia de un De SPAC, los socios de la SPAC tengan un derecho de separación por el cambio sustancial (o la modificación) del objeto social, pero, las dudas que pudiera suscitar la modificación de los términos concretos con que se definen el objeto social estatutario, aconsejarían excluir normativamente la aplicación de esta causa.

Por último, es necesario hacer referencia al supuesto de que los estatutos sociales de la

⁹⁸ Ver, en este sentido, la STS (sala de lo Civil) de 30 de junio de 2010

⁹⁹ En el mismo sentido, Brenes Cortés, J., en “El derecho de separación, principales novedades tras las últimas modificaciones operadas en el derecho de sociedades”, Revista de Derecho de Sociedades num. 37/2011 2, Aranzadi, apartado II.

SPAC contemplen expresamente un término para la duración de la sociedad, aunque esta opción no sea ni conveniente ni necesaria. En este caso, la prórroga de la sociedad hace nacer un derecho de separación legal en aplicación del artículo 346.1. e) de la LSC.

Además, en la operativa propia de este tipo de estructuras, es conveniente llamar la atención sobre que, en derecho español, el traslado del domicilio al extranjero, tanto a un Estado miembro de la U.E. (461 LSC), como externo (346.3 LSC) es causa de separación legal de los socios.

Como se ha dicho, las causas legales de separación vigentes no son obstáculos de suficiente entidad como para bloquear enteramente el funcionamiento de la SPAC, y más si se tiene en cuenta que los accionistas que se encuentran en la SPAC lo serían porque no han decidido ejercer el derecho de separación estatutario. Por tanto, no vemos obstáculo para vehiculizar el reembolso a accionistas a través de un derecho de separación estatutario en favor de los accionistas disidentes al proponerse la de-SPAC. En este caso, sería conveniente condicionar su ejercicio a que los socios disidentes votasen en contra del acuerdo de fusión y, de esta forma, evitar problemas relativos a especulación, como algunos de los mencionados en el funcionamiento de las SPACs en EEUU¹⁰⁰.

8.2 Emisión de acciones rescatables

El art. 500 de la LSC las define como “*acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos*”.

La exposición de motivos de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, a cuenta de la introducción de las acciones rescatables, define a las acciones rescatables como “*valores que representan un género intermedio entre la renta variable y la renta fija, y que tienen especial interés como activos que, a la vez que reportan una financiación eficiente, redundan también en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora*”.

Como peculiaridades del régimen jurídico de esta figura encontramos las siguientes notas distintivas que se encuentran en los artículos 500 y ss. LSC:

¹⁰⁰ Vid 3.1.3.

- (i) El importe nominal de las acciones rescatables no podrá superar la cuarta parte del capital social (art. 500.1 LSC).

La limitación de que no sean acciones rescatables más del 25% del capital social, dificulta la articulación de las SPACs mediante este instrumento. En primer lugar, porque no parece posible limitar, a priori, el porcentaje al 25% y, en segundo, porque en la experiencia práctica de EEUU, los porcentajes de accionistas que deciden su separación de la SPAC como consecuencia del anuncio de una operación de combinación de negocios superan, en la mayoría de los casos, el límite del 25%.

- (ii) Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción (art. 500.2 LSC).
- (iii) Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión de las acciones (art. 500.3 LSC).
- (iv) La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la junta general con la finalidad de financiar la operación de amortización (art. 501.1 LSC).

Esta limitación es, también, muy relevante para su utilización en el proceso de una SPAC. En primer lugar, porque en el momento en que realiza el rescate de las acciones la sociedad no tendrá, de acuerdo con su operativa previsible, beneficios ni reservas libres. En segundo lugar, porque no será común que se sustituya, al menos íntegramente, las acciones rescatadas por nuevas acciones. En efecto, la financiación adicional articulada mediante un PIPE o *Private Investment in Public Equity* no persigue, en la mayoría de los supuestos, sustituir íntegramente la cuantía de las acciones rescatables. La solución a este problema estaría, sin embargo, en la alternativa de la reducción de capital a que se refiere el apartado (v) siguiente.

- (v) En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo

podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones (art. 501.3 LSC).

La limitación legal de las acciones rescatables al 25% del capital social convierte su utilización en una alternativa inviable en el caso de las SPAC, por lo que sería necesaria la correspondiente modificación legislativa para que su utilización fuera viable.

8.3 Reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones

En términos generales, los problemas que articular el reembolso por medio de la adquisición de las propias acciones puede implicar son por un lado la necesidad de votación en la junta, y por otro lo relativo al régimen de OPAs.

El art. 318 LSC afirma que “*la reducción del capital social habrá de acordarse por la junta general con los requisitos de la modificación de estatutos*”. Por su parte, el art. 199 LSC exige que la modificación de estatutos requerirá de mayoría legal reforzada, es decir, más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social, y esta votación tendrá lugar de manera separada (art. 197 bis.2. b)). Vemos que el acogerse a la reducción de capital como mecanismo de reembolso, habida cuenta de los preceptos citados que exigen votaciones con mayorías reforzadas, es un proceso lento y poco ágil.

En segundo lugar, creemos que el articular el reembolso mediante la amortización de las propias acciones también supondría un problema en relación con el régimen de OPAs.

El punto primero del art. 12 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (“**Reglamento de OPAS**”), relativo a la oferta pública de adquisición por reducción de capital establece que:

- (i) Se trata de una OPA de carácter obligatorio, siempre que se supere el porcentaje del 10 por ciento del capital social de la sociedad cotizada.
- (ii) Deben aplicarse los requisitos establecidos por la normativa societaria. Aunque el precepto del Reglamento de OPAS hace referencia al artículo 170 de la LSA, después de su derogación por la LSC, debe entenderse referido a los artículos 348 al 342 de la LSC.

- (iii) El precepto reglamentario añade que: “*Si las acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la oferta, se aplicarán las reglas de distribución y prorrateo previstas en el artículo 38*”.

Es decir, la reducción de capital conllevará una OPA obligatoria de la propia sociedad sobre su propio capital. Su tramitación y operativa pueden resultar un obstáculo para la articulación del procedimiento al que se someten las SPACs.

Otro de los problemas que plantea la reducción de capital es el régimen de protección de los acreedores sociales previsto en el art. 334 LSC, que establece el derecho de oposición de los acreedores por los créditos nacidos antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción y no vencidos en ese momento podrán oponerse a la reducción de capital y paralizar su ejecución hasta que se les garanticen tales créditos. En cualquier caso, este debería ser un obstáculo menor si se considera que la reducción de capital se refiere a la SPAC que, por la limitación de su actividad hasta la adquisición de la *target*; no tendrá un número de acreedores relevante.

8.4 Valor de reembolso

El art. 353 de la LSC relativo a la valoración de las acciones del socio excluido o separado dispone que “*si las acciones cotizasen en un mercado secundario oficial, el valor de reembolso será el del precio medio de cotización del último trimestre*”. Esta referencia se considera por la doctrina como de derecho imperativo¹⁰¹, por lo que puede suponer una limitación para el funcionamiento habitual de las SPAC. En efecto, como se ha señalado anteriormente,

En el caso de las SPACs, cuyas acciones cotizadas están sujetas a la volatilidad y fluctuación de precios del mercado, no parece aconsejable que el valor del derecho de separación debe ser el precio medio de cotización del último trimestre, dado que supondría una gran inseguridad jurídica puesto que, como se ha visto, el valor de reembolso suele coincidir en la práctica con el valor aportado más los correspondientes intereses. Considero que esto supone un problema que debería ser solucionado por medio de reforma legislativa para que pueda configurarse una SPAC con garantías.

¹⁰¹ Emparanza, A., art. 353. Valoración de las participaciones o de las acciones del socio, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 2506-2010, p. 2510.

9 EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA SPAC Y DEL *SPONSOR*

Como hemos comentado *supra*, el *sponsor* obtiene, por un lado, acciones que le otorgan un 20% de la SPAC tras el IPO¹⁰², y paralelamente adquiere *warrants* inicialmente por un determinado precio, cuyo monto total suele ser un 2% de los fondos levantados en el IPO.

Esta inversión inicial, sumada al citado *promote* y a cláusulas de *lock-up* que impiden que el *sponsor* la liquide en un determinado plazo de tiempo, puede hacer que la obtención de una rentabilidad razonable por su inversión y su trabajo exijan la realización de una operación. En otras palabras, mientras que el *upside* del *sponsor* estaría alineado con el de los accionistas de la SPAC al realizar una operación de de-SPAC, su *downside* no. Si la SPAC cierra una mala transacción (e.g., a una valoración relativamente perjudicial para la SPAC o por tratarse de un *target* que se aleja de sus planes iniciales) el precio post-fusión de las acciones de la SPAC caerá y, por ello, los accionistas de la SPAC que decidan mantenerse en la sociedad, perderán. Por el contrario, el margen que le dan al *sponsor* las condiciones de su entrada, le permitirán seguir obteniendo aun en este caso una rentabilidad atractiva¹⁰³.

Por el contrario, el *sponsor* vería su posición muy perjudicada si la operación de de-SPAC no se llevara a cabo.

Por tanto, los intereses del *sponsor* y del resto de los accionistas de la SPAC pueden ser divergentes y provocar un conflicto de agencia entre el *sponsor* y los gestores de la SPAC que, normalmente serán designados por aquél, y los accionistas e inversores.

Este conflicto puede tener dos manifestaciones: (i) en la ejecución de la operación de de-SPAC, aunque los accionistas tendrían el derecho de recuperar su inversión; y (ii) la información que se presente para adoptar esa decisión puede estar sesgada por el *sponsor* de forma que el de-SPAC propuesto se presente como la alternativa más favorable.

¹⁰² Lo que se conoce como *promote*.

¹⁰³ Klausner, M. D., & Ohlrogge, M. *op. cit.* pág. 23.

Esta realidad ha suscitado la crítica entre los que opinan que “*la figura se presta a actuaciones especulativas y, por tanto, de riesgo para los inversores especialmente los no cualificados*”¹⁰⁴.

Las soluciones a las dos manifestaciones de conflicto citadas pueden ser: (i) que, como se establece en la práctica en muchas ocasiones en EEUU, los *sponsor* se comprometan a adherirse a la posición mayoritaria del resto de los accionistas en relación con el de-SPAC y que se exija que la calidad de la información aportada sea completa.

¹⁰⁴ Torres, I. F., “SPACs: incentivos perversos y conflictos de interés. Global Politics and Law”, 1 de septiembre de 2021, (disponible en: <https://www.globalpoliticsandlaw.com/2021/09/01/spacs/>; última consulta 20/03/2022).

10 ARTICULACIÓN DE de-SPAC COMO COMBINACIÓN DE NEGOCIOS

En primer lugar, es necesario señalar que no es imprescindible que el proceso de de-SPAC se articule mediante la absorción de la sociedad *target*. Cabe que la operación se efectúe desde el punto de vista jurídico, mediante cualquier operación de combinación de negocios.

En concreto, las combinaciones de negocios son definidas por la normativa contable (NIIF 3) como “*la unión de entidades o negocios separados en una única entidad*”, lo que puede estructurarse de diferentes formas por motivos legales o fiscales. Una de esas formas, la más frecuente porque maximiza los objetivos de la SPAC, es la fusión, aunque puede realizarse mediante la compraventa de las acciones del *target*, mediante la escisión de los activos que quieren adquirirse, etc.

Por lo que se refiere a la conciliación del de-SPAC con la normativa sobre fusiones es necesario señalar que se regulan en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (LME) que establece una serie de normas aplicables a las denominadas modificaciones estructurales: transformación, fusión, escisión, segregación y cesión global de activo y pasivo.

Por tanto, será necesario considerar la viabilidad de las de-SPAC cuando la operación se articule mediante alguna de estas operaciones.

Con carácter general, cabe concluir que los requisitos sustantivos y procedimentales establecidos por la LME para las modificaciones estructurales no impiden que la de-SPAC se realice mediante una modificación estructural y, en concreto, mediante una fusión de sociedades.

En todo caso, merece especial atención el derecho de oposición de acreedores que se reconoce a los acreedores en el caso de la fusión y la escisión de sociedades. El artículo 44 de la LME, aplicable supletoriamente a las escisiones de sociedades, supone que:

- i. En todo caso, merece especial atención el derecho de oposición de acreedores que se reconoce a los acreedores en el caso de la fusión y la escisión de sociedades. El artículo 44 de la LME, aplicable supletoriamente a las escisiones de sociedades, supone que:

- ii. La ejecución de la fusión deberá demorarse al menos un mes desde la publicación del último acuerdo.
- iii. En ese plazo los acreedores y obligacionistas pueden oponerse a la fusión y forzar que los créditos contraídos y no vencidos con anterioridad sean asegurados.
- iv. Si hay oposición, la fusión no podrá llevarse a cabo hasta que la sociedad preste garantía suficiente a dicho acreedor, so pena de que se haga constar la citada oposición.

En todo caso, y, en conclusión, no considero que la normativa enunciada en este apartado suponga un obstáculo de entidad para el funcionamiento de las SPAC, más allá de las dilaciones temporales y procedimentales a las que dé lugar.

11 REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

El art. 128. del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV), incluye, entre las ofertas públicas de adquisición obligatorias, aquellas en las que un accionista o un conjunto de accionistas en concierto adquieran una participación de control en una sociedad cotizada.

En concreto, establece que el que alcance directa o indirectamente el control de una sociedad cotizada, quedará obligado a formular una OPA dirigida a todas las acciones en que se divida su capital¹⁰⁵. A su vez, el art. 131 del mismo texto legal, relativo al control de la sociedad, establece que se entenderá que se ha tomado el control cuando se alcance directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%¹⁰⁶.

Cuando en el momento de de-SPAC se produce la combinación de negocios, si se articula mediante una fusión o un canje de valores, los accionistas de la compañía no cotizada pasan a tener un porcentaje significativo de la SPAC; en la experiencia EEUU, entre 65% y un 98%¹⁰⁷. Es decir, pasan a controlar más de un 30% de una compañía cotizada; la SPAC.

En aplicación de la normativa sobre OPAs establecida en los artículos citados anteriormente, los accionistas del *target* que individual o concertadamente adquieran dicha participación de control deberían realizar una OPA obligatoria sobre el resto del capital de la SPAC. Esto, dependiendo de los porcentajes que tomen sobre la sociedad cotizada, podría suponer un grave obstáculo por la inversión adicional necesaria para hacer frente a esa oferta pública obligatoria.

Con la legislación vigente, cabrían dos alternativas para su articulación:

- i. La primera de estas alternativas es la prevista en el artículo 8 del Reglamento de OPAS que regula los supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se

¹⁰⁵ Además de a las acciones, la oferta debería dirigirse a otros valores que den derecho a la suscripción de acciones de la sociedad cotizada. Ver, Zurita y Sáenz de Navarrete, J., en, García de Enterría, J. y Zurita y Sáenz de Navarrete, J, “La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio, Civitas, 2009, pp. 103-114.

¹⁰⁶ Por lo que se refiere al cómputo de ese porcentaje, Zurita y Sáenz de Navarrete, J., en, García de Enterría, J. y Zurita y Sáenz de Navarrete, J, “La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio, Civitas, 2009, pp. 121-136.

¹⁰⁷ Feldman, D., y Dresner S., *op. cit.* p. 44.

alcanza el control y que, en su apartado g, establece que “*estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas (...) siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial*”.

Se añade que la CNMV podría otorgar una dispensa ad hoc de la obligación de formular la OPA siempre que el objetivo de la operación no sea la toma de control, sino un propósito industrial o empresarial.

En muchos de los casos típicos de la SPAC: (i) no parece fácil el cumplimiento de estos requisitos, y en todo caso, (ii) añade la incertidumbre de su concesión discrecional por parte de la CNMV.

- ii. Otra alternativa podría ser la decisión por parte de la CNMV de un criterio interpretativo que permitiera exceptuar de la obligatoriedad de formular OPAs las operaciones de toma de control que se produzcan como consecuencia de una de-SPAC. Es decir, servirse de un mecanismo similar, o incluso ese mismo, al Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)¹⁰⁸ en el que se publican algunos criterios interpretativos de la CNMV sobre el Reglamento de OPAS o, mejor y más directamente, la exclusión legislativa de este supuesto.

Creemos, en resumen, que el actual régimen de OPAs obligatorias constituye un obstáculo de suficiente entidad que debe ser solventado mediante una modificación normativa o una actuación reguladora del supervisor de los mercados de valores.

¹⁰⁸ Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)”, 5 de diciembre de 2018, (disponible en: https://www.cnmv.es/loultimo/QAs_OPAs.pdf; última consulta 20/03/2022).

12 TRATAMIENTO FISCAL

Pese a que no es objeto del presente trabajo el análisis exhaustivo de las implicaciones fiscales de las de-SPAC, es imprescindible plantear el problema, dada su relevancia.

Como consecuencia de una operación de absorción del *target* (u otra modificación estructural entre la SPAC y el *target*) pueden ponerse de manifiesto rentas fiscalmente gravables.

En derecho español, las fusiones se acogen a un régimen tributario especial regulado en la Ley de Impuesto sobre Sociedades (“**LIS**”) que, en sus líneas fundamentales, consiste en que las rentas puestas de manifiesto como consecuencia de la fusión no se integran en la base imponible de las entidades fusionadas, dando lugar a la conocida doctrinalmente como “*neutralidad fiscal*”.

Para que una fusión pueda acogerse a dicho régimen especial, en virtud del art. 89 LIS deben darse dos requisitos:

- i. No existir una comunicación por parte de la entidad adquirente por la que voluntariamente se excepte la aplicación de este régimen especial.
- ii. Que la fusión proyectada tenga motivos económicos válidos. La ley pone como ejemplo “*la reestructuración o la racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación*”.

Por tanto, surge aquí la cuestión de si una fusión con una SPAC con el objetivo de comenzar a cotizar es o no un motivo económico válido. Para que la transacción sea viable desde el punto de vista de la sociedad *target*, la operación debe ser neutral fiscalmente en los términos del 89.2 LIS. De lo contrario, las rentas puestas de manifiesto con ocasión de la absorción del *target* harían difícilmente viable la operación de de-SPAC.

La inseguridad jurídica derivada de la potencial tributación de estas operaciones es incompatible con que las SPAC sean habitualmente utilizadas en el mercado español, por lo que debería ser un asunto que quedase normativamente regulado.

Una posible solución para este problema sería utilizar un régimen similar a lo que el legislador ha hecho respecto de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (“SOCIMIs”). Es decir, una presunción legal de que las

operaciones de fusión de las SOCIMIs se efectúan con motivos económicos válidos, siéndoles por tanto de aplicación el régimen de neutralidad fiscal de los arts. 76 y ss. LIS. En concreto, el artículo 12.3 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las SOCIMIs, relativo al régimen fiscal, establece que: *“a los efectos de lo establecido en el apartado 2 del artículo 96 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, se presumirá que las operaciones de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de valores acogidas al régimen especial establecido en el Capítulo VIII del Título VII de dicho Texto Refundido, se efectúan con un motivo económico válido cuando la finalidad de dichas operaciones sea la creación de una o varias sociedades susceptibles de acogerse al régimen fiscal especial de las SOCIMI regulado en la presente Ley, o bien la adaptación, con la misma finalidad, de sociedades previamente existentes”*.

13 NUEVA REGULACIÓN: ANTEPROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES, NUEVOS ARTÍCULOS 535 BIS. Y 535 TER. LSC Y OTRAS NORMAS¹⁰⁹

13.1 Justificación de la propuesta de reconocimiento normativo

La exposición de motivos del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores publicado el 5 de mayo de 2021 por el Ministerio de Economía incluía, entre otros objetivos, la modificación de la LSC para incluir la regulación de las SPACs. Desde su publicación, no se tienen noticias oficiales sobre su desarrollo, aunque todo parece indicar que su tramitación, en especial en los que a esta figura se refiere, no es ya una prioridad¹¹⁰.

Se señala que:

- (i) Las SPAC *“han experimentado una gran proliferación durante los dos últimos dos años en algunos países, especialmente en Estados Unidos, y más recientemente se está observando su incipiente desarrollo en las economías europeas”*.
- (ii) Las SPAC se consideran un instrumento útil para la financiación empresarial. Se subraya en este sentido que podría fomentar la bursatilización de nuestra economía y, en consecuencia, reducir la dependencia del crédito bancario permitiendo que las empresas tengan a su disposición fuentes de financiación alternativas.
- (iii) Es necesario introducir una reforma en la Ley de sociedades de Capital que *“dote de seguridad jurídica a este vehículo y asegure su transparencia y la protección de los inversores en las SPAC, especialmente de los accionistas minoristas”*.

Como más adelante veremos, esta referencia a la fusión como forma típica de articulación de la de-SPAC no coincide con el ámbito normativo de las modificaciones de la propuesta de reforma normativa.

¹⁰⁹ Ministerio de Economía, “Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión”, mayo de 2021, (disponible en: https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_Tes_20210405_AP_LMV.pdf; última consulta 20/03/2022).

¹¹⁰ Ver entre otras noticias en este sentido, el artículo publicado en el diario Expansión el pasado día 5 de abril de 2022, y titulado “No me llames SPAC, llámame MAC”

13.2 Definición de SPAC

La definición de SPAC se encuentra en el nuevo artículo 535 bis.1., que establece que: *“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”*.

Las notas distintivas de esta definición, son:

- i. La adquisición puede ser sobre la totalidad o parte de una sociedad.
- ii. La sociedad *target* puede ser tanto cotizada como no cotizada.
- iii. La adquisición puede ser directa o indirecta.
- iv. El título por el que se efectúa la adquisición puede ser cualquiera de las operaciones que permitan articular jurídicamente una combinación de negocios: y, por tanto, no solo la fusión de sociedades, única operación a la que se refiere la exposición de motivos. Se incluyen entre ellas: la compraventa; la fusión, la escisión, la aportación no dineraria, la cesión global de activo y pasivo y, se añade, además, una cláusula abierta que dota de sentido amplio al artículo; cualquier otra operación análoga a las anteriores.
- v. La actividad de la sociedad hasta la adquisición se limitará a la oferta pública de valores inicial; la solicitud de admisión a negociación y todas aquellas actividades que conduzcan a la adquisición o combinación de negocios.
- vi. Una última mención de elevada importancia: recalca que la adquisición requerirá de la aprobación de la Junta General. Esta referencia resulta, quizá redundante que el 160.g) de la LSC dispone expresamente que *“será competencia exclusiva de la junta la transformación, la fusión, la escisión o la cesión global de activo y pasivo y el traslado de domicilio al extranjero”* y que la letra f) del mismo artículo establece que será, también, competencia de la junta *“la adquisición, la enajenación o la aportación a otra sociedad de activos esenciales”*, carácter que

se presume cuando el importe de la operación supere el veinticinco por ciento del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado.

13.3 Denominación de la SPAC

La reforma planteada considera esencial que la SPAC esté perfectamente identificada en el tráfico jurídico y, por esta razón, el apartado tercero del nuevo artículo 535.bis establece que la denominación social de las SPACs irá acompañada de o bien “*Sociedad cotizada con Propósito para la Adquisición*”, o la que el artículo caracteriza como su abreviatura, “SPAC, S.A.”.

Hay aquí que resaltar que el legislador, probablemente por motivos de claridad legislativa, ha decidido abreviarla utilizando las siglas de su nombre en inglés *Special Purpose Acquisition Company*, y no del nombre que el mismo texto legal da para la figura en español: Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición, cuya abreviatura debería ser SCPA.

13.4 Cotización de la SPAC

El anteproyecto de reforma normativa (apartado 4 y 5 del nuevo artículo 535 de la LSC) establece que se extiende a aquellas SPACs que tengan valores admitidos a negociación en sistemas multilaterales de negociación.

13.5 Vigencia del régimen jurídico especial

Se establece que la normativa especial aplicable a las SPACs y, entre ellas, su denominación especial, cesarán en su aplicación nada más formalizarse la adquisición o inscribirse la fusión.

El Anteproyecto, sin embargo, no menciona la duración máxima de la SPAC que, según la práctica habitual suele ser de unos 24 meses.

13.6 Inmovilización de fondos obtenidos en la OPV

El artículo 535.bis.2 establece que: “*los fondos obtenidos en la oferta pública de valores se inmovilizarán en una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la sociedad cotizada con propósito para la adquisición*”.

El artículo sustituye el fideicomiso americano, no presente en nuestro derecho, por una cuenta bancaria a nombre de la sociedad.

Se exige que los fondos estén “*inmovilizados*”, lo que supone una diferencia significativa respecto de la práctica seguida en otras jurisdicciones, particularmente EEUU, donde esos fondos son invertidos en títulos y valores emitidos por el Tesoro, tal y como he comentado en apartados anteriores de este trabajo.

13.7 Mecanismos de reembolso a los accionistas

El segundo de los artículos que se incluyen en el Anteproyecto se titula “*mecanismos de reembolso a los accionistas*” y, en él se adapta la normativa a diversas cuestiones que antes han sido planteadas.

El primer apartado incluye una norma imperativa; las SPACs deberán incluir obligatoriamente uno de los tres mecanismos de reembolso a los accionistas que se enumeran en la propia norma, que son:

- i. Derecho de separación estatutario.
- ii. Emisión de acciones rescatables cuyo plazo de ejercicio es el previsto por la sociedad.
- iii. Reducción de capital con amortización de acciones.

13.7.1 Derecho de separación estatutario

El primero de ellos es el derecho de separación estatutario que, como he comentado anteriormente, ya encuentra cabida en nuestro ordenamiento (347 LSC).

Sin embargo, el proyectado nuevo artículo 535.ter.a) establece que uno de los mecanismos de reembolso a los accionistas por los que las SPAC pueden optar es “*la introducción de un derecho estatutario de separación una vez que se anuncie la adquisición o fusión proyectada, con independencia del sentido del voto del accionista en la junta correspondiente*”.

La introducción de este precepto sirve para:

- (i) Confirmar que este supuesto (el de la adquisición) es admisible como causa estatutaria de separación, pese a las dudas doctrinales antes expuestas.

- (ii) Desvincular, a diferencia de cómo se definen en general en nuestro derecho las causas de separación, del sentido del voto. Esta separación –que encuentra su equivalente en normativas comparadas- protege más la posición del accionista, pero puede dar lugar a situaciones de especulación por parte de inversores no interesados en participar en la adquisición, pero dispuestos a apoyarla.

Además, la redacción propuesta no excluye, como antes se ha sugerido, el nacimiento del derecho de separación legal previsto para el caso de sustitución del objeto social.

13.7.2 Emisión de acciones rescatables

La segunda vía que el Anteproyecto nos ofrece es la emisión de acciones rescatables. Como se ha apuntado anteriormente en este trabajo, uno de los problemas para la aplicación de esta figura a las SPACs era el límite establecido de que las acciones rescatables no podían representar más del 25% del capital social.

Para solventar este problema, el Anteproyecto dispone que cabe la utilización de acciones rescatables “*sin que resulte de aplicación el límite máximo y las previsiones establecidas, respectivamente, en el artículo 500 y 501 de la presente Ley*”. Es decir, tanto la limitación del 25% como las previsiones relativas al cargo a reservas de la amortización no serán aplicables.

El Anteproyecto también incluye que el ejercicio del rescate será realizado por el accionista “*hayan votado o no a favor de la propuesta de adquisición*”. Vemos, por tanto, que, en la lógica seguida en el texto proyectado, el reconocimiento del derecho de reembolso con independencia del sentido del voto no es algo exclusivo del derecho de separación, sino que el legislador lo extiende también a las acciones rescatables.

En lo que se refiere al desembolso mínimo de las acciones de la SPAC, vemos que lo dispuesto en el art. 44 LSC continúa inalterado: las acciones de la SPAC, ya sean rescatables, ordinarias o, como veremos a continuación, privilegiadas, deberán desembolsarse en un 25% como mínimo (art. 44.1 LSC).

13.7.3 Reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones

El tercer mecanismo que el Anteproyecto propone para el reembolso a los accionistas es

una reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones, consagrado en el 535 ter.3.

Esta adquisición, dice el citado artículo, deberá hacerse en los términos del 535 quáter.3. Sin embargo, este último artículo no ha sido incorporado al Anteproyecto sometido a audiencia pública, por lo que deberemos esperar al texto del proyecto definitivo para conocer el contenido de dicho precepto. No obstante, cabe especular con que en él se eliminaba el límite del diez por ciento establecido para las acciones en autocartera.

El apartado 3 establece que *“la sociedad cotizada con propósito especial para la adquisición también podrá llevar a cabo una reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su amortización como mecanismo de reembolso, en los términos previsto en el artículo [535 quáter 3¹¹¹]”*.

Esta alternativa para articular el derecho de separación se establece de forma subsidiaria a las dos anteriores, ya que el Anteproyecto establece que puede no aplicar los dos mecanismos anteriores, *“salvo que se comprometa”* a realizar la reducción de capital. Es necesario analizar los términos en que ese compromiso se puede adoptar, ya que los artículos 318 LSC y 199 LSC exigen que la reducción de capital sea acordada por la junta general con los requisitos de la modificación de estatutos.

En segundo lugar, creemos que tampoco se ha solucionado lo expuesto en el punto () relativo a la OPA obligatoria para la articulación de la reducción de capital del art. 12 del Real Decreto 1066/2007.

13.8 Valor mínimo de reembolso

Respecto a la valoración de tanto el derecho de separación (535 ter.1. a)) como de la acción rescatable (535 ter.1. b)), el 535 ter. 2 establece que *“será el precio de la oferta de suscripción previa a la admisión a cotización de las acciones de la sociedad o, de ser inferior, el importe equivalente a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria correspondiente”*.

Esta referencia es, como antes se ha señalado, necesaria para aclarar que no resulta aplicable a la regla establecida en el artículo 353.2 de la LSC. Sin embargo, su redacción

¹¹¹ Como hemos comentado, este artículo al que se refiere el 535 ter.3 no existe en el Anteproyecto.

puede (i) resultar excesivamente rígida, al limitar de manera considerable la adaptabilidad de la figura a los cambios en las prácticas de mercado, y (ii) no prevé que, como parte del reembolso, debe incluirse el rendimiento financiero de la cantidad aportada.

Respecto a la tercera de las opciones, la reducción de capital, la referencia al precio forma, seguramente, parte del artículo 535 quáter 3, del que desconocemos su contenido.

14 CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que pueden extraerse de este estudio son:

PRIMERA .- Las SPAC han tenido gran éxito, en distintas etapas, principalmente en EEUU hasta llegar a sustituir gran parte del mercado de las ofertas públicas de venta y de suscripción de acciones.

Su éxito se ha debido a diferentes razones: unas de carácter financiero y otras de arbitraje regulatorio.

SEGUNDA .- El análisis de la evolución histórica de las SPAC en el mercado norteamericano, único en el que existe una muestra representativa que permite extraer conclusiones, es que son un fenómeno dinámico, que se ha ido adaptando a la evolución del mercado y a los cambios en la normativa aplicable.

Muestra significativa de la evolución normativa es el proyecto de revisión que se está actualmente llevando a cabo en EEUU para mejorar la protección de los inversores mediante la exigencia de simetría informativa en las diferentes fases de la SPAC y para asimilar la responsabilidad del *sponsor* de estas sociedades con la de los promotores de un IPO.

TERCERA .- Jurisdicciones europeas han ido adaptando, con cierta timidez, su normativa para reconocer y favorecer la constitución de SPACs en sus jurisdicciones.

CUARTA .- En España, la insuficiente profundidad de sus mercados de valores y la falta de reconocimiento normativo de las SPACS (tanto en el ámbito societario como especialmente en el fiscal) son factores que SPACs con origen español como las de AZ Capital y Global Tech Acquisition (relacionada con Juan Villalonga) hayan salido a bolsa en otros mercados, o que *targets*, también españolas, como Wallbox y Codere Online hayan sido adquiridas por SPACs cotizadas en Estados Unidos.

QUINTA .- el análisis de la figura de las SPACS en derecho español vigente, permite concluir que:

- i. Las SPACs no son sociedades de inversión ni otras entidades, como instituciones de inversión colectiva o sociedades de capital riesgo, sometidas a la regulación y

a la supervisión de la CNMV.

- ii. No existe obstáculo legal para la admisión a cotización de una SPAC en el mercado español. Sin embargo, tanto ESMA como la CNMV han emitido criterios para que la inversión en estas sociedades esté dirigida a inversores institucionales; se mejore la información contenida en los documentos de admisión; se asimile la información en el de-SPAC a la que hubiera sido exigible con ocasión de una salida a bolsa, y se aborden de manera específica los problemas relacionados con el gobierno de las SPACs y los conflictos de intereses entre *sponsors* e inversores.
- iii. Desde el punto de vista del derecho societario, la estructura de las SPACs presenta particularidades que exigen el análisis de diferentes instituciones del derecho de sociedades:

- (i) El *promote* de los *sponsors* puede instrumentarse en derecho español mediante la emisión de acciones privilegiadas.
- (ii) El derecho de reembolso de los accionistas que quieran separarse de la sociedad como consecuencias del de-SPAC, puede, inicialmente, articularse como una causa estatutaria de separación o mediante la emisión de acciones rescatables. Sin embargo, la regulación vigente de las alternativas citadas tiene limitaciones o lagunas que dificultan su utilización en relación con las SPACs.

Por lo que se refiere a la causa estatutaria de separación, sería necesario matizar en qué supuestos pueden ejercitarla los accionistas disidentes en conexión con su voto en la junta general que acuerde la combinación de negocios; flexibilizar la referencia al valor de reembolso que sería de aplicación y aclarar que no operan otras causas de separación legales como, especialmente, la relativa a la sustitución del objeto social.

En cuanto a las acciones rescatables, sus limitaciones tanto respecto al porcentaje máximo (veinticinco por ciento) que pueden representar respecto del capital social como del régimen de su rescate plantean dificultades para su utilización.

- (iii) La reducción de capital por amortización de acciones propias, como alternativa a la utilización de los instrumentos anteriores para la articulación del reembolso de los socios debe ser, también, objeto de

adaptación.

- iv. La normativa vigente aplicable a las ofertas públicas de adquisición de acciones plantea incertidumbres respecto de la obligación de presentación de una OPA obligatoria como consecuencia de (a) la adquisición de acciones propias en caso de ejercicio del derecho de separación de los inversores, y (b) la eventual toma de control –adquisición por un único accionista o por accionistas concertados de la *target* de más de un 30% del capital de la SPAC- como consecuencia de la articulación de la de-SPAC, exigen modificaciones legales o, al menos, aclaraciones interpretativas por el supervisor de los mercados.
- v. Desde el punto de vista fiscal, la forma de articular la de-SPAC plantea problemas interpretativos sobre la existencia de motivos económicos válidos y su consecuencia, la neutralidad de la operación, que deben ser resueltos para que las operaciones de de-SPAC puedan ser llevadas a cabo con la seguridad jurídica necesaria.

SEXTA .- en mayo del año 2021 se hizo público un Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión que contemplaba el reconocimiento de la figura de las SPACs y la modificación de determinadas normas de la Ley de Sociedades de Capital para adaptar algunas de sus instituciones a las exigencias operativas de estas sociedades, anteriormente mencionadas.

Este texto, cuya tramitación parece haberse paralizado, contenía un régimen incompleto y fragmentado que, aunque solucionaba problemas como la adaptación de las causas de separación estatutaria y de las limitaciones de las acciones rescatables a las exigencias de las SPACs no abordaba otros como los relativos al gobierno de las SPACs y los conflictos de intereses que les pueden afectar; la inaplicación de las causas legales aplicables al derecho de separación, la regulación de las tomas de control en la normativa sobre OPAS o la incertidumbre en el régimen fiscal aplicable a estas operaciones.

SÉPTIMA .- Las subidas de tipos de interés, el entorno económico inflacionista, la escasez de *targets* en comparación con el número de SPACs en periodo de realizar una combinación de negocios y el fracaso en términos de rentabilidad de muchas de ellas hace que el mercado de SPACs se haya ralentizado dramáticamente en EEUU.

OCTAVA .- La evolución descrita en el apartado anterior no debería tener como

consecuencia que el legislador español abandonara la regulación de estas figuras por, al menos, dos razones: (a) el análisis histórico nos dice que las SPACs han pasado ya por estos altibajos antes, y (b) es conveniente que el mercado español amplíe el ámbito de su actividad, posibilitando un menú más amplio de alternativas, que incluyan las SPACs. La mayor profundidad de los mercados norteamericanos será, probablemente, la razón por la que atraigan SPACs si, de nuevo, tienen pujanza en el futuro, pero los reguladores europeos y españoles no deben dar la excusa de no estar preparados

15 BIBLIOGRAFÍA

Legislación

Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, Ministerio de Economía, mayo de 2021.

Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican las Directivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE y 2014/65/UE.

H.R.5910 - Holding SPACs Accountable Act of 2021, House of Representatives de los Estados Unidos de América, 16 de noviembre de 2021, (disponible en: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/5910/text?r=599&s=1>).

H.R.5913 - Protecting Investors from Excessive SPACs Fees Act of 2021, House of Representatives de los Estados Unidos de América, 16 de noviembre de 2021, (disponible en: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/5913?s=1&r=13>).

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, entre otras.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión colectiva. Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Ministerio de Economía, “Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión”, mayo de 2021, (disponible en: https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_Tes_20210405_AP_LMV.pdf; última consulta 20/03/2022).

Private Securities Litigation Reform Act of 1995, de 28 de noviembre, Congreso de los

Estados Unidos de América. (15 U.S. Code § 78u-5; 15 U.S. Code § 77k; 15 U.S. Code § 77l), (disponible en: <https://www.congress.gov/bill/104th-congress/house-bill/1058>).

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.

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 2010).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).

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 (DOUE 30 de junio de 2017).

Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) no 1093/2010, (UE) no 75/2013, (UE) no 600/2014 y (UE) no 806/2014.

S.1504 - Sponsor Promote and Compensation Act, Senado de los Estados Unidos de América, 29 de abril de 2021, (disponible en <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/senate-bill/1504/text?r=15&s=1>).

Securities Act of 1933, de 27 de mayo, Congreso de los Estados Unidos de América. (15 U.S.C. §§ 77a-77mm), (disponible en: <https://www.loc.gov/item/uscode1934-001015002a/>).

Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, Congreso de los

Estados Unidos de América, de 15 de octubre de 1990, (disponible en: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647#:~:text=Title%20V%3A%20Penny%20Stock%20Reform,authority%20by%20a%20specified%20deadline>).

Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, de 15 de octubre, Congreso de los Estados Unidos de América. (Pub. L. 101–429, title V, § 501), (disponible en: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647/text>).

Jurisprudencia

Sentencia Civil N° 438/2010, Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, Sección 1, Rec 1835/2006 de 30 de Junio de 2010

Obas doctrinales

- Brenes Cortés, J., en “El derecho de separación, principales novedades tras las últimas modificaciones operadas en el derecho de sociedades”, *Revista de Derecho de Sociedades* num. 37/2011 2, Aranzadi, apartado II
- Brusco, S., y Arellano, A., "Understanding reverse mergers: a first approach," *DEE - Working Papers. Business Economics*. WB wb021711, 2002, Universidad Carlos III de Madrid. Departamento de Economía de la Empresa.
- Campuzano, A.B., “Comentario a los artículos 93 a 96 de la LSC”, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 789-817, pp. 815-819.
- Coates, J., “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Laws. U.S. Securities and Exchange Commission”, 8 de abril de 2021, (disponible en: <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>; última consulta 21/12/2021).
- Datar, V., Emmb, E., & Ince, U. “Going public through the back door: A comparative analysis of SPACs and IPOs”. *Banking and Finance Review*, 1, 17–36, 2012.
- Emparanza, A., art. 347. Causas estatutarias de separación, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 2479-2483, p. 2481.
- Emparanza, A., art. 353. Valoración de las participaciones o de las acciones del socio, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 2506-2010, p. 2510.
- Fernández Torres, I., “SPACs: incentivos perversos y conflictos de interés. Global Politics and Law”, 1 de septiembre de 2021, (disponible en: <https://www.globalpoliticsandlaw.com/2021/09/01/spacs/>; última consulta en 20/03/2022).
- Fernández Torres, I., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de derecho bancario y*

bursátil, Año nº 40, Nº 163, 2021, pp. 91-156.

Greenspan, R., “Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC”, 2021, (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3832710>; última consulta en 10/02/2022).

Halbhuber, H. “How to Regulate de-SPACs as IPOs”, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 12 de mayo de 2021, (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/12/how-to-regulate-de-spacs-as-ipos/>; última consulta 21/12/2021).

Klausner, M. D., & Ohlrogge, M., “A Sober Look at SPACs”, 2020, (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3720919>; última consulta el 20/03/2022).

Klausner, M. D., & Ohlrogge, M., “SPAC Governance: In Need of Judicial Review”, 2021, (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3967693>; última consulta 28/12/2021).

Kopp, G., Vanzura, G., & Linder, J., “Mitigating SPAC Enforcement and Litigation Risks”, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 21 de mayo de 2021, (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/18/mitigating-spac-enforcement-and-litigation-risks/>; última consulta 21/12/2021).

Lewellen, S. M., “SPACs as an Asset Class”, 2009, disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1284999>; última consulta 20/01/2022).

Machado, J., “Comentario al artículo 27 LSC”, en Rojo, A. y Beltrán, E., “Comentario a la Ley de Sociedades de Capital”, Tomo II, Civitas, 2011, pp. 381-386.

Malonek, R., Maierson, R., & Junell, B., “SPAC-Related Litigation Risks and Mitigation Strategies”. *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2021, (disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/08/09/spac-related-litigation-risks-and-mitigation-strategies/>; Última consulta 7/02/2022).

Mascareñas, J., “Compañía de Adquisición de Propósito Especial (Special Purpose Acquisition Company- SPAC)”, 2021, *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*, 49, (disponible en: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3824785>;

última consulta 17/02/2022).

Reda, J., “SPAC vs. IPO: Is There a Difference in Executive Compensation?” (May/June 2021). *Journal of Compensation and Benefits May/June 2021*, Junio 2021, (disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3838981>; última consulta 22/02/2021).

Riemer, D., “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?” 85 *Wash. U. L. Rev.* 931, 2007. (disponible en: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5; última consulta 25/12/2021).

Rodrigues, U., & Stegemoller, M., “SPACs: Insider IPOs”, *University of Georgia School of Law*, septiembre de 2021.

S. Riemer, D., “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?” 85 *Wash. U. L. Rev.*, 931, 2007, p. 934. (disponible en: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol85/iss4/5; última consulta en 20/02/2022).

Vanderblit, A., “SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA’s Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage”, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2021, (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/02/spac-mergers-ipo-and-the-pslras-safe-harbor-unpacking-claims-of-regulatory-arbitrage/>; último acceso en 18/02/2022).

Zurita y Sáenz de Navarrete, J., en, García de Enterría, J. y Zurita y Sáenz de Navarrete, J., “La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio, Civitas, 2009, pp. 103-114.

Recursos de internet

Axesor, “Cabify España S.L.”, (disponible en [https://www.axesor.es/Informes-Empresas/6892609/CABIFY_ESPANA_SL.html#:~:text=La%20actividad%20SI%20de%20Cabify,la%20Prestaci%C3%B3n%20de%20Transporte%20P%C3%ABlico; última consulta 20/03/2022\).](https://www.axesor.es/Informes-Empresas/6892609/CABIFY_ESPANA_SL.html#:~:text=La%20actividad%20SI%20de%20Cabify,la%20Prestaci%C3%B3n%20de%20Transporte%20P%C3%ABlico; última consulta 20/03/2022).)

Brown, M., “Special Purpose Acquisition Companies (SPACs). (Disponible en: <https://www.mayerbrown.com/-/media/files/perspectives-events/publications/2020/08/whats-the-deal--spacs.pdf>; último acceso en 12/02/2022).

Casado, R., “Contrarreloj de las Spac para buscar, negociar y financiar 500 fusiones”, Expansión, 7 de febrero de 2022, (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2022/02/07/62004011e5fdea9e7e8b4832.html>; último acceso 07/04/2022).

Clifford Chance LLP, “Guide to Special Purpose Acquisition Companies”, septiembre de 2021, (disponible en: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>; última consulta 10/02/2022).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Boletín de la CNMV trimestre III 2021”, octubre 2021, (disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2021_2.pdf; última consulta 20/03/2022).

Criterios de Supervisión Comisión Nacional del Mercado de Valores: CNMV Boletín Trimestral III/2021. El boletín de la CNMV relativo al tercer trimestre de 2021 incluye referencias a las SPACs en sus páginas 48 y ss

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), “Preguntas y respuestas sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs)”, 5 de diciembre de 2018, (disponible en: https://www.cnmv.es/loultimo/QAs_OPAs.pdf; última consulta 20/03/2022).

European Securities and Markets Authority (ESMA), “SPACs: prospectus disclosure and

investor protection considerations”, 15 de julio de 2021, (disponible en: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>; última consulta 20/03/2022).

Diario Expansión el pasado día 5 de abril de 2022, y titulado “No me llames SPAC, llámame MAC”

Grupo Armanext, “Las Spanish SPAC: retos y oportunidades”, 2021 (disponible en <https://armanext.com/wp-content/uploads/2021/07/Las-Spanish-SPAC-.pdf>; última consulta 2/02/2022).

Ingham, T., “Done deal: Pershing Square SPAC is buying 10% of Universal Music Group for \$4bn”, Music Business Worldwide, 20 de junio de 2021. (disponible en: <https://www.musicbusinessworldwide.com/done-deal-pershing-square-spac-is-buying-10-of-universal-music-group-for-4bn/>; última consulta 07/02/2022).

Loeb & Loeb LLP, “Rule 419 and Rule 3a51-1” (Disponible en: <https://www.sec.gov/rules/petitions/2020/petn4-768.pdf>; última consulta 15/02/2022).

Mackintosh, P., “A Record Pace for SPACs in 2021”, NASDAQ, 6 de enero de 2022, (disponible en: <https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021>, última consulta 20/01/2022).

Martín, P., y Bayón, Á., “AZ Capital lanza una SPAC para comprar una compañía por hasta 2.000 millones con el foco en España”, CincoDías, 9 de noviembre de 2021, (disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/11/09/mercados/1636457676_501620.html; última consulta 12/02/2022).

Novick, J. “El fin de las SPAC y de las compañías que no deberían haber llegado a estar cotizadas”, Expansión, 22 de marzo de 2022; (disponible en: <https://www.expansion.com/opinion/2022/03/22/6239b450e5fdead5208b4634.html>; último acceso 07/04/2022).

PSTH, “Pershing Square Holdings, Ltd. Provides Update to Investors”, (disponible en: <https://pershing-square-holdings.com/pershing-square-holdings-ltd-provides-update-to-investors-3/>; última consulta 07/02/2022).

SEC Investing bulletin: Investing in IPOs. (disponible en: <https://www.sec.gov/investor/alerts/ipo-investorbulletin.pdf>; última consulta 12/3/2022).

Squire, K., “Bill Ackman and Tontine Holdings rewrite the terms for SPACs”, CNBC, 23 de julio de 2022, (disponible en: <https://www.cnbc.com/2020/07/22/bill-ackman-and-tontine-holdings-rewrite-the-terms-for-spacs.html>; última consulta 7/02/2022).

White & Case, “SPACs are Not Investment Companies” (Disponible en: <https://www.whitecase.com/publications/alert/spacs-are-not-investment-companies#:~:text=As%20the%20SEC%20has%20recognized,company%20governed%20by%20the%20ICA>; última consulta 10/02/2022).