



**COMILLAS**  
**UNIVERSIDAD PONTIFICIA**

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**SOCIEDADES CON PROPÓSITO ESPECIAL  
DE ADQUISICIÓN: CUESTIONES  
REGULATORIAS**

Autor: Jaime Goez Sanz

5ºE-3B

Derecho Mercantil

Tutor: Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez

Madrid

Abril de 2023



## RESUMEN

A pesar de un crecimiento sobresaliente de las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) en Estados Unidos, principalmente, y en algún otro mercado europeo, destacando Reino Unido o Países Bajos, encontramos que actualmente se ha detenido el uso de esta figura prácticamente por completo.

Las SPAC son sociedades cotizadas que, sin ningún plan de negocio, nacen con el único objetivo de obtener financiación para, en un plazo determinado, encontrar otra sociedad no cotizada con la que integrarse. Se trata, por tanto, de una alternativa novedosa a una salida a bolsa tradicional.

Debido al crecimiento repentino de la figura y la cantidad de capital que atrajo la figura, surgió una preocupación regulatoria, especialmente en la posibilidad de cotización de una sociedad sin actividad. No obstante, España se enfrenta a la regulación de la figura en un contexto en el que, ya sea por la inflación, ya sea por la subida de los tipos de interés, se ha enfriado la actividad de las SPAC.

**Palabras clave:** SPAC, Sociedad con Propósito Especial de Adquisición, Integración, Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades de Capital, oferta pública, sociedad vehículo.

## **ABSTRACT**

*Despite an outstanding growth of Special Purpose Acquisition Companies (SPAC) in the United States, mainly, and in some other European markets, such as the United Kingdom and the Netherlands, we find that the use of this type of company has practically come to a halt.*

*SPACs are listed companies that, without any business plan, are created for the sole purpose of obtaining financing in order to find another unlisted company with which to integrate within a certain period of time. It is therefore a novel alternative to a traditional IPO.*

*Due to the sudden growth of the legal construction and the amount of capital that it attracted, a regulatory concern arose, especially in the possibility of listing a company with no activity. However, Spain is facing the regulation of the legal form in a context in which, either due to inflation or rising interest rates, the activity of SPACs has cooled.*

***Key words: SPAC, Special Purpose Acquisition Company, Integration, Draft Bill of the Securities Market Law, Capital Companies Law, public offering, SPV.***

## LISTADO DE ABREVIATURAS

BV	<i>Besloten Venootschap</i>
CC	Código Civil
CCo	Código de Comercio
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LIS	Ley del Impuesto sobre Sociedades
LITPAJD	Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
LIVA	Ley del Impuesto sobre el Valor Añadido
LME	Ley de Modificaciones Estructurales
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>
NDA	<i>Non-Disclosure Agreement</i>
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NV	<i>Naamloze Venootschap</i>

NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPS	Oferta Pública de Suscripción
OPV	Oferta Pública de Venta
PIPE	<i>Private Investment in Public Equity</i>
PSLRA	<i>Private Securities Litigation Reform Act</i>
PSRA	<i>Penny Stock Reform Act</i>
RM	Registro Mercantil
RRM	Reglamento del Registro Mercantil
S. com. A.	Sociedad Comanditaria por Acciones
S.A.	Sociedad Anónima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOCIMI	Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Company</i>
S.R.L. o S.L.	Sociedad de Responsabilidad Limitada
UE	Unión Europea

## ÍNDICE

<b>CAPÍTULO I. CONCEPTO Y EVOLUCIÓN DE LA SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL DE ADQUISICIÓN (SPAC)</b> .....	<b>7</b>
1. DESCRIPCIÓN.....	7
2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS SPAC.....	8
2.1. <i>SPAC y sus distintas generaciones</i> .....	8
2.1.1. Origen de la estructura SPAC.....	8
2.1.2. Distintas generaciones de las SPAC.....	9
2.2. <i>Situación actual</i> .....	11
2.2.1. Tendencia de la figura.....	11
2.2.2. Conflictos de las SPAC.....	14
2.2.3. Regulación y encaje en otros países europeos.....	16
a. Reino Unido.....	16
b. Países Bajos.....	17
<b>CAPÍTULO II. FUNDAMENTACIÓN DE LA FIGURA</b> .....	<b>20</b>
1. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS SPAC.....	20
1.1. <i>Ventajas de las SPAC</i> .....	20
1.1.1. Ventajas para los accionistas de la target.....	20
1.1.2. Ventajas para los accionistas de la SPAC.....	21
1.1.3. Ventajas para los promotores.....	22
1.2. <i>Desventajas de las SPAC</i> .....	22
2. COMPARACIÓN CON UNA OPV/OPS.....	23
3. JUSTIFICACIÓN JURÍDICA DE LAS SPAC.....	25
<b>CAPÍTULO III. ELEMENTOS DE LA SPAC</b> .....	<b>27</b>
1. ELEMENTOS SUBJETIVOS.....	27
1.1. <i>Promotor</i> .....	27
1.2. <i>Accionistas de la SPAC</i> .....	29
1.3. <i>Inversores PIPE</i> .....	30
2. ELEMENTOS OBJETIVOS: COMPAÑÍA OBJETIVO ( <i>TARGET</i> ).....	31
3. ELEMENTOS FORMALES.....	33
3.1. <i>Fases</i> .....	33

3.1.1. Formación de la SPAC y salida a bolsa (OPV).....	33
3.1.2. Búsqueda de la target .....	34
3.1.3. Aprobación del DeSPAC.....	34
3.1.4. Cierre de la operación .....	34
3.2. <i>Procedimiento de DeSPAC</i> .....	34
<b>CAPÍTULO IV. RÉGIMEN JURÍDICO ESPAÑOL DE LAS SPAC .....</b>	<b>37</b>
1. MARCO SOCIETARIO DE LAS SPAC .....	37
1.1. <i>El Código de Comercio</i> .....	37
1.2. <i>La Ley de Sociedades de Capital</i> .....	39
1.3. <i>Las sociedades cotizadas</i> .....	43
2. EL PROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN .....	50
3. RAZONES DE LA EXCLUSIÓN DE LA LEY DE OPAS .....	53
4. TRATAMIENTO FISCAL .....	59
<b>CAPITULO V. CONCLUSIONES.....</b>	<b>62</b>
<b>CAPÍTULO VI. BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>65</b>
1. LEGISLACIÓN.....	65
2. OBRAS DOCTRINALES .....	66
3. RECURSOS DE INTERNET.....	70
<b>ANEXOS .....</b>	<b>76</b>
1. ANEXO 1: REDACCIÓN DEL PROYECTO DE LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES Y SERVICIOS DE INVERSIÓN .....	76

## CAPÍTULO I. CONCEPTO Y EVOLUCIÓN DE LA SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL DE ADQUISICIÓN (SPAC)

### 1. DESCRIPCIÓN

Las Sociedades con Propósito Especial de Adquisición, conocidas más comúnmente como SPAC, por sus siglas en inglés (“*Special Purpose Acquisition Company*”), son sociedades vehículo de nueva creación, que se forman por uno o varios promotores (*sponsor* en inglés)<sup>1</sup> con el objetivo de: (i) conseguir financiación a través de una Oferta Pública de Venta (“OPV”) y (ii) utilizar esa financiación para combinarse con una o varias sociedades (“*target*”), que no están identificadas, en un plazo máximo, por lo general, de dos años<sup>2</sup>. Tras la integración, la *target* pasará a ser una sociedad cotizada.

Un rasgo característico de las SPAC es la falta de identificación de la *target* concreta, razón por la cual han sido consideradas como *blank check companies*<sup>3</sup> o *search funds*. También han sido consideradas por la doctrina inglesa como *shell companies* o cascarones vacíos, pues se trata de sociedades que cotizan, pero que no tienen operaciones de negocios y cuyo plan de negocio es obtener financiación en la salida a bolsa para financiar la integración de la *target*.

Los fondos recaudados con la salida a bolsa, que son su único activo, se deben depositar, para que, en el caso de que no se produzca la integración con la *target* en el plazo determinado, a pesar de la posibilidad de prórrogas, la sociedad se disuelva y esos fondos sean devueltos a los accionistas<sup>4</sup>. La finalidad del depósito es la ejecución de la integración de la sociedad, atender los posibles derechos de recompra que puedan ejercitarse y cubrir gastos relacionados con la operación.

---

<sup>1</sup> Fernández Torres, I., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 40, n. 163, 2021, pp. 91-156.

<sup>2</sup> Chong, Y. C.; Deiner, G.; Epstein, A.; Juetter, J.; Lemaster, J.; Liu, F.; Mount, M.; Thio, J.; Warner, M.; White, Y.; y Yuling, G; “Guide to Special Purpose Acquisition Companies”, *Clifford Chance*, 2021 (disponible en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>)

<sup>3</sup> Conde, V., y Miranda, D., “Viabilidad de las SPACs bajo derecho español”, *Revista Española de Capital Riesgo*, vol. 17, n. 1, 2022, pp. 05-18.

<sup>4</sup> Chong, Y. C. et al, *op. cit.*

Los derechos de recompra, son aquellos que acontecen en el caso de que los accionistas de la SPAC no deseen permanecer en la sociedad tras la integración con la *target*<sup>5</sup>. Cuando se propone la combinación de negocios y se produce la votación, los accionistas tienen derecho a que se le recompren sus acciones, extendiéndose, en algunos casos, a aquellos que voten en contra. La cantidad que se recibiría, en su caso, sería la misma que pagaron en la OPV, incrementada por los intereses devengados del depósito<sup>6</sup>.

En el contexto de la Unión Europea (“UE”) es importante tener en cuenta que existen ciertas obligaciones regulatorias que son importantes de tener en cuenta. Esto ya lo ha destacado la European Securities and Markets Authority (“ESMA”), subrayando la importancia del cumplimiento de todas las obligaciones de la UE.

## 2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS SPAC

### 2.1. SPAC y sus distintas generaciones<sup>7</sup>

#### 2.1.1. Origen de la estructura SPAC

Normalmente, las SPAC se conocían como *blank check companies*, que se encontraban muy ligadas a los *penny stocks*<sup>8</sup> por la forma en que las *blank check companies* operan. Este tipo de sociedades alcanzó una gran popularidad en Estados Unidos, hasta el punto de que, entre 1988 y 1989, el 70% de los *penny stocks* emitidos se llevaban a cabo a través de *blank check companies*<sup>9</sup>, además de que, entre 1987-1990, se llevasen a cabo, aproximadamente, 2.700 salidas a bolsa a través de *blank check companies*<sup>10</sup>. No

---

<sup>5</sup> Alfaro, J., “SPAC Special purpose acquisition companies o sociedad cotizada constituida para adquisiciones”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en <https://derechomercantiles.ana.blogspot.com/2021/01/spac-special-purpose-acquisition.html>)

<sup>6</sup> Klausner, M. D.; Ohlrogge, M.; y Ruan, E.; “A Sober Look at SPACs”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 39, no.1, 2020 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3720919](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919))

<sup>7</sup> Greenspan, R., *Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC*, 2021 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3832710](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832710))

<sup>8</sup> Acciones de sociedades cotizadas con precios muy bajos y con determinadas características

<sup>9</sup> Robb, G., “Fraud Cited in Penny Stocks”, *New York Times*, 1989 (disponible en <https://www.nytimes.com/1989/09/07/business/fraud-cited-in-penny-stocks.html>)

<sup>10</sup> Heymann, D. K., “From Blank Check to SPAC: The Regulator’s Response to the Market, and the Market’s Response to the Regulation”, *Entrepreneurial Bus. L.J.*, 2007 (disponible en [https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ\\_V2N1\\_531.pdf?sequence=1](https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ_V2N1_531.pdf?sequence=1))

obstante, los *penny stocks* eran usados para cometer grandes fraudes en Estados Unidos, lo que hizo que los reguladores tomaran medidas en el asunto.

Por ello, en 1990 se aprobó la *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* (PSRA), con el objetivo de regular tanto los *penny stock* como las *blank check companies*. Como normativa de desarrollo, la SEC emitió la *Rule 419*, que define lo que son las *blank check companies*, de donde podemos extraer ciertas características como: (i) la necesidad de que los fondos recaudados por la *blank check company* fuesen depositados en una cuenta *escrow*, (ii) se debía informar sobre los estados financieros de la *blank check company* y de la *target*, (iii) existía un derecho de separación de los accionistas, (iv) la adquisición de la *target* debía realizarse con el 80% de los fondos recaudados, y (v) la adquisición debía hacerse en 18 meses o se devolvería el dinero a los inversores<sup>11</sup>.

### 2.1.2. Distintas generaciones de las SPAC

Por ello, las SPAC “modernas” nacen como consecuencia de las preocupaciones causadas por la PSRA y por el escepticismo de los inversores tras los fraudes de la década anterior. Por ello, David Nussbaum y David Miller, crearon esa primera SPAC (*Information Systems Acquisition Corp*<sup>12</sup>) que trataba de proteger al inversor de los fraudes de los *penny stocks*, pero que además evitase la aplicación de la *Rule 419*<sup>13</sup>. En total, en esta primera generación, entre 1992-1999, se crearon catorce SPAC, cerrándose trece de ellas mediante una fusión<sup>14</sup>.

El *boom* de internet, además de otras circunstancias, derivaron en un menor uso de las SPAC en favor de las salidas a bolsa cotidianas.

Posteriormente, entre 2003-2011, se produjo un crecimiento del uso de este instrumento, pasando de una sola SPAC en 2003, a que, en 2007, las SPAC representasen un 25% del

---

<sup>11</sup> Heymann, D. K., *op. cit.*

<sup>12</sup> Greenspan, R., *op. cit.*

<sup>13</sup> Greenspan, R., *op. cit.*

<sup>14</sup> Riemer, D. S., “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux”, *Wash U.L. Rev.*, 2007 (disponible en <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/id/6685/download/pdf/>)

mercado de los IPOs en Estados Unidos, recaudando más de \$12.000 millones<sup>15</sup>. No obstante, con la crisis financiera del 2008, se enfrió el crecimiento de las SPAC.

En este periodo destaca que tanto el NYSE como el NASDAQ comenzaron a permitir la cotización de las SPAC en esos índices en 2008, ya que hasta entonces las SPAC cotizaban en el AMEX<sup>16</sup>. Fue el NASDAQ el índice que más SPAC atrajo, pues a diferencia del NYSE, permitió las OPAs sobre el total del capital social como mecanismo de reembolso<sup>17</sup>.

Por otro lado, fue en esta etapa cuando se forjó la práctica de mercado en relación con los precios de \$10 la unidad y el precio de ejercicio de \$11,50 para los *warrants*<sup>18</sup>.

El periodo comprendido entre 2012-2016, fue una transición entre la crisis económica y la recuperación de los mercados. En este entorno, las SPAC eran inversiones que, con poco riesgo, ofrecían retornos rentables, principalmente por el derecho de reembolso<sup>19</sup>.

La última generación, entre 2017-2021, comienza cuando el NYSE acepta la OPA como mecanismo de reembolso y cuando los grandes bancos comienzan a operar con SPAC<sup>20</sup>. A estos cambios se le suman también una mayor permisibilidad y flexibilidad en el mercado de valores por parte del Gobierno estadounidense, lo que hizo que, entre 2017-2019, se recaudasen más de \$10.000 millones al año, representando las SPAC alrededor de un 20% de los IPO en Estados Unidos<sup>21</sup>.

No obstante, el verdadero *boom* se produce en 2020, donde se recaudan \$80.000 millones en 248 operaciones<sup>22</sup>. Siguiendo esta tendencia, en 2021, con 613 SPAC, se recaudaron \$145.000 millones, representando el 59% de los fondos recaudados en IPO<sup>23</sup>. Tras esto,

---

<sup>15</sup> Rodrigues, U., y Stegemoller, M., “Exit, voice, and reputation: the evolution of SPACs”, *Del. J. Corp. L.*, 2012 (disponible en [https://digitalcommons.law.uga.edu/fac\\_artchop/923/](https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/923/))

<sup>16</sup> Rodrigues, U., y Stegemoller, M., *op. cit.*

<sup>17</sup> Greenspan, R., *op. cit.*

<sup>18</sup> *Id.*

<sup>19</sup> *Id.*

<sup>20</sup> *Id.*

<sup>21</sup> *Id.*

<sup>22</sup> *Id.*

<sup>23</sup> Mackintosh, P., “A Record Pace for SPACs in 2021”, *NASDAQ*, 2022 (disponible en <https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021>)

el legislador comenzó a llevar a cabo reformas para proteger al inversor<sup>24</sup>, perdiendo así las SPAC gran parte de su atractivo.

## 2.2. Situación actual

### 2.2.1. Tendencia de la figura

No obstante, a pesar de ese crecimiento, desde abril de 2021 se ha visto ralentizado este crecimiento por distintos motivos:

- (a) La Declaración de 12 de abril de 2021 de la SEC<sup>25</sup> señaló que, por sus características, los *warrants* emitidos por la SPAC serían contabilizados como deuda (y no como capital). Esto plantearía problemas en relación con los requisitos mínimos de capital que se incluyen en este tipo de sociedades ya que, por lo general, las SPAC cotizan en el *Capital Market*, que incluye determinados requisitos de capital mínimo<sup>26</sup>.
- (b) En la Declaración de 8 de abril de 2021 de la SEC<sup>27</sup>, se advirtió de los posibles riesgos derivados de las elevadas proyecciones de ganancias y de valoración que, en ocasiones, ofrecen los promotores de las SPAC<sup>28</sup>.

El uso de proyecciones en las SPAC se amparaba en el “puerto seguro” recogido en la *Private Securities Litigation Reform Act* (1995), que no se aplica en una salida a bolsa al uso. El “puerto seguro” supone una protección

---

<sup>24</sup> Greenspan, R., *op. cit.*

<sup>25</sup> Coates, J., y Munter, P., “Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”)", *SEC*, 2021 (disponible en <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>)

<sup>26</sup> Sen, A.; Prentice, C.; y Hu, K; “EXCLUSIVE U.S. SEC cracks down a second time on SPAC equity accounting treatment – sources”, *Reuters*, 2021 (disponible en <https://www.reuters.com/business/finance/exclusive-us-sec-cracks-down-second-time-spac-equity-accounting-treatment-2021-09-28/>)

<sup>27</sup> Coates, J., “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Law”, *SEC*, 2021 (disponible en <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>)

<sup>28</sup> Levine, M., “Maybe SPACs are really IPOs”, *Bloomberg*, 2021 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-04-12/maybe-spacs-are-really-ipos?leadSource=verify%20wall>)

frente a reclamaciones cuando las proyecciones se realicen de buena fe y se ofrezca información precisa y completa<sup>29</sup>.

De esta manera, en la Declaración de 8 de abril de 2021 de la SEC, se puso en duda que se pudiese aplicar el “puerto seguro” en las operaciones de SPAC. Siguiendo esta línea, la SEC realizó otra Declaración el 30 de marzo de 2022<sup>30</sup>, anunciando que se iban a tomar medidas en relación con este tema.

Estas medidas consisten básicamente en requisitos de divulgación de estados financieros, de registro de operaciones de DeSPAC y eliminación del “puerto seguro” para las proyecciones, además de un periodo mínimo de difusión de documentación<sup>31</sup>.

- (c) Por último, cada vez existen más reclamaciones en relación con las SPAC, que suelen estar motivadas por una escasa transparencia o la posible existencia de un conflicto de interés<sup>32</sup>, puesto que con los plazos que se manejan y la manera en que está configurado el incentivo de los promotores, es posible que estos traten de cerrar una operación con independencia de la calidad de la *target*, aumentando así la litigiosidad<sup>33</sup>.

Otro de los factores que parece que ha podido afectar al uso de las SPAC es la situación macroeconómica en la que nos encontramos, caracterizada por la inflación y la subida de los tipos de interés.

No obstante, a pesar del parón que ha sufrido su crecimiento en los últimos años, sí que podemos destacar cierto impacto en los diferentes mercados. Así, con la entrada de las

---

<sup>29</sup> Levine, M., *op. cit.*

<sup>30</sup> Crenshaw, C. A., “Statement on the SPACs proposal”, SEC, 2022 (disponible en <https://www.sec.gov/news/statement/crenshaw-spac-20220330>)

<sup>31</sup> Rubinstein, J. L.; Rochwarger, J. P.; Smith, E. M.; Nussen, D.; Ross, S. E.; Deutsch, R. E.; Coppotelli, J.; Bae, A. Y.; Leon, J. M.; Chung, J.; Herrick, D.; y Klitzman, C.; “SEC Proposes Rules to Regulate SPACs”, *White & Case*, 2022 (disponible en <https://www.whitecase.com/insight-alert/sec-proposes-rules-regulate-spacs>)

<sup>32</sup> Fernández Torres, I., “SPACs: incentivos perversos y conflictos de interés”, *Global Politics and Law*, 2021 (disponible en <https://globalpoliticsandlaw.com/blog/2021/09/01/spacs/>)

<sup>33</sup> Hammond, A., y Rubinstein, J. L., “SPACs struggle amid regulatory uncertainty and volatile markets”, *White & Case*, 2023 (disponible en <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/us-ma-fy-2022-spacs-struggle-regulatory>)

SPAC en el mercado del *M&A*, las *targets* de calidad se van a convertir en un bien cada vez más escaso en el mercado, lo que hará que aparezca una tendencia a un mercado donde las *targets* tendrán mayor poder de negociación<sup>34</sup>. Esto supondrá que las sociedades puedan beneficiarse del *Triple Track*<sup>35</sup>, es decir, considerar simultáneamente (i) realizar una operación clásica de *M&A*; (ii) preparar una salida a bolsa normal; o (iii) combinarse con una SPAC.

Por otro lado, en cuanto al sector del capital riesgo, el crecimiento de las SPAC puede ser tanto una competencia como una oportunidad<sup>36</sup>.

Por una parte, puesto que tanto los fondos de capital riesgo como las SPAC no son más que formas alternativas de financiación, con mucha relación en cuanto a los sectores y perfiles de compañía, se puede tratar de una competencia. Esto se incrementa teniendo en cuenta que en ambos casos se desconoce la *target* y se otorga mucha importancia a la confianza en el gestor<sup>37</sup>.

No obstante, pese a ser un competidor, también puede suceder que los propios fondos de capital riesgo utilicen las SPAC en sus estrategias:

- (a) Pueden incorporar las SPAC en sus estrategias de captar fondos, para realizar transacciones que requieran menos deudas y más capital<sup>38</sup>.
- (b) Pueden formar parte de su estrategia de *Exit*<sup>39</sup>, como alternativa a las ventas a terceros, la salida a bolsa o la recompra de acciones. Por ello, como

---

<sup>34</sup> Blanco, Á., “SPAC, adaptación del mercado financiero a la nueva realidad económica”, *El Confidencial*, 2021 (disponible en [https://blogs.elconfidencial.com/mercados/vision-alternativa/2021-04-12/spac-adaptacion-mercado-financiero-realidad\\_3029475/](https://blogs.elconfidencial.com/mercados/vision-alternativa/2021-04-12/spac-adaptacion-mercado-financiero-realidad_3029475/))

<sup>35</sup> Guerricagoitia, L., y Lecha, V., “El ensueño de las salidas a bolsa”, *Estrategias de inversión*, 2022 (disponible en <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/el-ensueno-de-las-salidas-a-bolsa-n-548223>)

<sup>36</sup> Braeutigam, W.; Menghi, J.; y Malmberg, D.; “What the SPAC revolution means for private equity firms”, *Deloitte*, 2021 (disponible en <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/audit/articles/spac-private-equity.html>)

<sup>37</sup> Brown, W., y Witte, P., “How the SPAC shockwave will shake private equity”, *EY*, 2021 (disponible en [https://www.ey.com/en\\_gl/private-equity/how-the-spac-shockwave-will-shake-private-equity](https://www.ey.com/en_gl/private-equity/how-the-spac-shockwave-will-shake-private-equity))

<sup>38</sup> Bain&Company, “SPACs: Trapping an Evolving Opportunity”, *Bain’s 2021 Global Private Equity Report*, 2021 (disponible en <https://www.bain.com/insights/spacs-global-private-equity-report-2021/>)

<sup>39</sup> Las estrategias de *Exit* son las alternativas que tiene una empresa para permitir a los inversores recuperar su inversión junto a una plusvalía.

alternativa, un *Exit* vía SPAC sería una estrategia rápida, barata y con poca supervisión por parte del regulador<sup>40</sup>.

Dicho todo esto, realmente en estos últimos meses hemos visto numerosas noticias que anticipan un enfriamiento aún mayor en las inversiones a través de SPAC. Así, podemos observar cómo, o bien se han pedido prórrogas para llevar a cabo las operaciones, o bien han sufrido la salida de muchos inversores, rebajando en grandes sumas de dinero el capital disponible para la inversión<sup>41</sup>.

Por otro lado, realmente se han producido salidas a bolsa de compañías que objetivamente ni estas, ni sus dirigentes, estaban preparadas para ello, como en el caso de Nikola Corp. Al ahorrarse con estas operaciones ciertos elementos de una OPV al uso, no se está filtrando correctamente las sociedades que pueden salir a bolsa<sup>42</sup>.

En definitiva, parece que a pesar del *boom* que experimentaron durante estos últimos años las SPAC, desde finales de 2022 e inicios de 2023, se están paralizando muchas operaciones de este tipo, ya sea mediante la solicitud de prórrogas o incluso la cancelación y terminación de acuerdos de SPAC<sup>43</sup>.

### 2.2.2. Conflictos de las SPAC

Como todas las sociedades, las SPAC no se quedan al margen de la existencia de conflictos de interés entre sus actores, por lo que es importante que se encuentre un equilibrio entre ellos para que la operación se pueda llevar a cabo.

Empezando por los promotores, como veremos más adelante, pese al importantísimo papel que desarrollan en estas operaciones, no tienen remuneración ni compensación en

---

<sup>40</sup> Brown, W., y Witte, P., *op. cit.*

<sup>41</sup> Casado, R., “La agonía de las ‘Spac españolas’; Montes pide 6 meses más para Springwater y AZ Capital se queda sin 125 millones”, *Expansión*, 2023 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2023/01/23/63cee441e5fdea694a8b45d2.html>)

<sup>42</sup> Novick, J., “El fin de las SPAC y de las compañías que no deberían haber llegado a estar cotizadas”, *Expansión*, 2022 (disponible en <https://www.expansion.com/opinion/2022/03/22/6239b450e5fdead5208b4634.html>)

<sup>43</sup> Lloyd, M., y Fernández Landa, C., “Tendencias globales de la industria de M&A: previsiones para 2023”, *PWC*, 2023 (disponible en <https://www.pwc.es/es/deals/tendencias-globales-industria-ma-2023.html>)

efectivo hasta que no se finaliza la operación. Aunque se desarrollará más adelante, la rentabilidad que obtienen se consume en la retención del 20% del capital social de la SPAC tras la operación. Es por ello por lo que, debido a que solo obtendrán rendimientos si la operación se lleva a cabo, y tienen un tiempo limitado para cerrar la operación, es posible que decidan cerrar un acuerdo con una *target* independientemente de la calidad de esta, con el objetivo de aumentar el valor de su participación<sup>44</sup>.

En cuanto a los accionistas, aparecen distintos problemas. En primer lugar, la asimetría informativa que se produce entre los distintos tipos de accionistas, pues dentro de la SPAC encontramos inversores cualificados con mucho conocimiento del mercado, y accionistas minoristas que realizan la inversión sin tener un conocimiento exhaustivo de la operación ni del mercado. De esta manera, es posible que se tomen ciertas decisiones con intereses personales de cada accionista, aprovechando esa falta de información de algunos de ellos<sup>45</sup>.

Por otro lado, la aparición del derecho de separación actúa como un “incentivo perverso”, pues a pesar de que es algo que reconoce bastante poder en favor de los accionistas, hace que estas inversiones se lleven a cabo con el único fin de especular. Además, la rentabilidad que obtienen los accionistas que ejercen su derecho de oposición es pagada por los accionistas que permanecen en la sociedad<sup>46</sup>. Esto, unido al posible cierre de la operación por parte de los promotores por criterios egoístas, puede hacer que estos inversores que se mantienen en la sociedad pierdan grandes sumas de dinero, por la bajada de valor de sus acciones<sup>47</sup>.

Como posible soluciones encontramos el compromiso de que los promotores voten en el sentido de la mayoría, para evitar que tomen decisiones oportunistas; e incluir requisitos de información adecuada a todos los accionistas, con el fin de que todos cuenten, *a priori*, con la misma información.

---

<sup>44</sup> Fernández Torres, I., “SPACS: ¿Es oro todo lo que reluce?”, *Diálogos jurídicos*, vol. 7, pp. 133-150, 2022 (disponible en <https://reunido.uniovi.es/index.php/dj/article/view/18554>)

<sup>45</sup> *Id.*

<sup>46</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

<sup>47</sup> Fernández Torres, I., *op. cit.*

### 2.2.3.Regulación y encaje en otros países europeos

Analizando la situación de las SPAC en otros países europeos, y ciñéndonos a datos del 2021 (por la escasa utilización de este instrumento durante el 2022), podemos observar que los mercados más atractivos para las operaciones con SPAC se encuentran en Países Bajos y en Reino Unido, por lo que analizaremos, brevemente, el encaje de esta figura en dichos países.

#### a. Reino Unido

El único país en el que, por el momento, se ha aprobado una normativa con reformas que adaptasen el ordenamiento jurídico del país a las exigencias regulatorias de una SPAC, es Reino Unido. Efectivamente, en julio de 2021, la *Financial Conduct Authority* (FCA), aprobó unos cambios específicos para la correcta regulación de las SPAC<sup>48</sup>.

Hasta este momento, la normativa aplicable establecía que cuando una SPAC anunciaba una posible combinación de negocios, se suspendía la cotización de dicha sociedad, lo que bloqueaba a inversores y accionistas de la SPAC, pues no podrían liquidar su inversión en caso de que quisiesen.

De esta manera, con este cambio de regulación, la principal novedad fue eliminar esta suspensión de la cotización para las SPAC, siempre que cumpliesen ciertos requisitos, entre los que encontramos:

- (a) Un tamaño mínimo de £100 millones cuando la SPAC comienza a cotizar.
- (b) El dinero recaudado por la SPAC solo se podrá destinar a la adquisición de la *target* o para ser devuelto a los accionistas, además de cubrir los gastos corrientes de la SPAC.
- (c) Un periodo máximo de 2 años para encontrar y adquirir la *target* desde que la SPAC comienza a cotizar, con una posible prórroga de hasta 12 meses que

---

<sup>48</sup> Financial Conduct Authority (FCA), “Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules”, *Policy Statement*, 2021 (disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>)

debe ser aprobada por los accionistas. En algunos casos, puede haber una prórroga de 6 meses sin necesidad de aprobación por los accionistas.

- (d) Se excluye de la votación y del debate de aprobación del DeSPAC a cualquier miembro del Órgano de Administración que sea directivo de la sociedad *target* o que incurra en un conflicto de interés, debiendo emitir, en su caso, una declaración
- (e) Cualquier acuerdo de combinación de negocios deberá ser aprobado por los accionistas, impidiendo votar a los fundadores, promotores y directivos de la SPAC.
- (f) Existe una opción de reembolso y separación para todos los accionistas, independientemente del sentido de su voto.
- (g) Mayores requerimientos de información en relación con las condiciones y riesgos desde la salida a bolsa hasta el anuncio y cierre de la combinación de negocios.

Así, cumplidos estos requisitos, no se interrumpirá la cotización de la SPAC en la bolsa cuando anuncie el acuerdo de combinación de negocios, agilizando y permitiendo el funcionamiento correcto de las SPAC en un mercado tan atractivo como es Reino Unido.

#### b. Países Bajos

En el caso de Países Bajos, a pesar de no tener una regulación concreta en relación con las SPAC, sí que se ha convertido en el lugar predilecto para lanzar operaciones relacionadas con las SPAC.

Como punto de partida, Países Bajos se ha convertido en el centro de atracción de las salidas a bolsa en Europa, impulsada aún más por el Brexit. Recientemente, en España, hemos asistido al traslado del domicilio social de Ferrovial a Países Bajos, lo que se ha debido, en rasgos generales, a la seguridad jurídica del país, la estabilidad política y el fácil acceso, desde Países Bajos, a otros grandes mercados internacionales, sin dejar de lado, por supuesto, las ventajas fiscales.

No obstante, en cuanto a las características de la regulación neerlandesa en relación con las SPAC, podemos destacar las siguientes características<sup>49</sup>:

- (a) Las sociedades en Países Bajos se pueden formar en forma de NV (*Naamloze Venootschap*), que es la forma jurídica normal para las compañías cotizadas; o en forma de BV (*Besloten Venootschap*), que es la forma jurídica típica para compañías que no cotizan. Por lo general, las BV son mucho más flexibles que las NV y, las SPAC, aunque coticen, podrán elegir entre cualquiera de estas dos formas jurídicas.
- (b) La aprobación de la combinación de negocios requiere, en el caso de las NV, el voto favorable del 50% de los votos emitidos, sin requisitos de *quorum*; mientras que para las BV se requiere, o bien (i) el 70% de los votos emitidos, con un *quorum* de, al menos, el 33%-50% de las acciones, o (ii) la aprobación de más del 50% de los votos emitidos, sin requisitos de *quorum*.
- (c) Actualmente se permite que los promotores voten en relación con el DeSPAC.
- (d) Recientemente se ha permitido el reembolso al accionista con independencia del sentido de su voto en relación con la combinación de negocios.
- (e) En el caso de las NV cotizadas, no se puede reembolsar más del 50% de las acciones, por lo que es común que se limite el derecho de reembolso a los accionistas que voten en contra de la combinación de negocios. Por otro lado, en el caso de las BV no aplica este límite, por lo que se puede reembolsar a sus accionistas hasta el importe de sus reservas estatutarias.
- (f) En cuanto al incentivo del promotor, suele ser del 20% de las acciones de la SPAC. Sin embargo, en algunos casos, el promotor ha llegado a adquirir hasta

---

<sup>49</sup> Levitt, M.; Tiger, P.; Fain, S. L.; Jacob, V. F.; Klingsberg, E.; Basham, A. M.; Marcogliese, P. L.; Austin, M.; Cooper, K.; Godwin, T.; Gleske, C.; Pachinger, S.; Benzing, M.; Zapf, C.; Smit, D.; y de Vooght, L.; “Update: SPAC Momentum Continues in Europe with Further Listings in Amsterdam and Frankfurt and Reform in London”, *Freshfields*, 2021 (disponible en <https://www.freshfields.com/en-gb/our-thinking/knowledge/briefing/2021/09/spac-momentum-continues-in-europe-with-further-listings-in-amsterdam-and-frankfurt-and-reform-in-london/>)

el 30% de las acciones, donde se sitúa un límite intrínseco, puesto que la regulación de la UE establece que, en el caso de las NV, los accionistas que posean más del 30% de las acciones de una sociedad, deberán realizar una OPA sobre el resto de las acciones. Sin embargo, en el caso de las BV no se aplica este límite del 30%.

- (g) Las SPAC neerlandesas son libres de elegir cualquier *target*, pudiendo, incluso, elegir varias sociedades *target*.
- (h) El límite de tiempo se sitúa en los 24 meses, con la posibilidad de una prórroga aprobada por los accionistas de hasta 6 meses, siendo un total, por lo tanto, de 30 meses.

Así, vemos que la flexibilidad de la regulación de Países Bajos ha supuesto un gran atractivo para la realización de este tipo de operaciones, siendo por ello el país donde, en 2021, en pleno *boom*, se llevaron a cabo la mayor cantidad de operaciones de SPAC.

## CAPÍTULO II. FUNDAMENTACIÓN DE LA FIGURA

### 1. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS SPAC50

#### 1.1. Ventajas de las SPAC

##### *1.1.1. Ventajas para los accionistas de la target*

Algunas ventajas de los accionistas de la *target* son las siguientes:

- (a) Acceso a los mercados de valores<sup>51</sup>: con la combinación con la SPAC, los accionistas de la *target* pasan directamente a ser, de una forma distinta a la que acostumbramos, accionistas de una sociedad cotizada.

Con las SPAC, se permite salir a bolsa a sociedades que no cumplen los requisitos de una salida a bolsa normal, pero que podrían tener potencial para ello.

En otros casos, permite evitar el tedioso y caro proceso de salida a bolsa, pudiendo beneficiarse, además, del conocimiento y experiencia de los promotores<sup>52</sup>.

- (b) Ventajas asociadas a la cotización<sup>53</sup>: se puede realizar una lista de algunas ventajas que supone el simple hecho de cotizar en un mercado de valores:
  - i. Prestigio y credibilidad por cumplir con los requisitos de los mercados de valores.
  - ii. Proporciona liquidez a los accionistas que permanezcan en el negocio resultante del DeSPAC.

---

<sup>50</sup> Alcalá, M. A., “Las SPAC: La alternativa de financiación a través del mercado” en Cabañete, R. (coord.) *Derecho de Sociedades, Concursal y Mercados Financieros*, Sepin, 2022

<sup>51</sup> Blanco, Á., *op. cit.*

<sup>52</sup> *Id.*

<sup>53</sup> de Vicente, M., “La financiación empresarial mediante la salida a la bolsa: ventajas e inconvenientes”, *Revista de Fomento Social*, 2007 (disponible en <https://archivoteologicogranadino.uloyola.es/rfs/article/view/2193>)

- iii. Dota de autonomía financiera a la sociedad mediante el acceso a una nueva vía de financiación.
  - iv. Posibilidad de incentivar a los empleados y directivos con una potencial remuneración vinculada a la acción y, así, alinear objetivos.
  - v. Facilita la realización de operaciones corporativas, por la objetividad y rapidez de la valoración de la compañía.
- (c) Valoración de sus acciones<sup>54</sup>: en las SPAC, la valoración de las acciones de la *target* se fija antes del DeSPAC, negociándose únicamente con los promotores. Esto hace que exista más facilidad en la valoración de estas en comparación con una OPV.
- (d) Volumen de inversión<sup>55</sup>: con las SPAC, lo que se trata es de atraer mucha inversión, tanto en número como en volumen, para realizar la combinación. Así, las *targets* podrán recibir una inversión muy grande en una sola operación.
- (e) Dinero en caja<sup>56</sup>: los accionistas de la *target* son concedores de que la SPAC tiene dinero en caja, por lo que, tras el DeSPAC, entrará efectivo en la *target*.

### *1.1.2. Ventajas para los accionistas de la SPAC*

Entre las ventajas de los accionistas de la SPAC, destacamos:

- (a) Nivel de riesgo bajo<sup>57</sup>: como consecuencia del depósito de los fondos obtenidos por la SPAC y la limitación en su uso, el riesgo de perder la

---

<sup>54</sup> CNMV, *Boletín de la CNMV: Trimestre III 2021*, 2021 (disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_III\\_2021.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2021.pdf))

<sup>55</sup> Blanco, Á., *op. cit.*

<sup>56</sup> *Id.*

<sup>57</sup> Pittenger, M. A., y Grisin, C. M., “When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market”, *Deal Points: The Newsletter of the Committee on Negotiated Acquisitions*, 2007 (disponible en [https://www.potteranderson.com/media/publication/164\\_Deal\\_20Points\\_20-20Fall\\_202007\\_20issue\\_20SPAC\\_20article.pdf](https://www.potteranderson.com/media/publication/164_Deal_20Points_20-20Fall_202007_20issue_20SPAC_20article.pdf))

inversión es muy reducido. A esto hay que añadir la posibilidad de mantener el *warrant* habiendo ejercido el derecho de recompra, pudiendo así eliminar el riesgo manteniendo la oportunidad de futuras ganancias.

- (b) Derecho de recompra<sup>58</sup>: en el caso de que los accionistas de la SPAC no aprueben la operación, podrán ejercer este derecho de recompra, incluso extensible en ocasiones con independencia del sentido de su voto.
- (c) Experiencia de los promotores<sup>59</sup>: la SPAC se forma con promotores que son expertos en el sector y que, además, no cobran comisiones por su gestión.

### *1.1.3. Ventajas para los promotores*

Además de alguna ventaja compartida con los accionistas de la SPAC, encontramos otras como:

- (a) Porcentaje de participación<sup>60</sup>: los promotores tienen la certeza de mantener la participación del 20% en la SPAC, tras la salida a bolsa y, en ocasiones, incluso tras el DeSPAC.
- (b) Experiencia<sup>61</sup>: las SPAC dan acceso a los inversores a promotores de calidad y cualificados con inversiones pequeñas, en comparación con los requisitos de aportación de capital mínimos en fondos de capital riesgo.

## **1.2. Desventajas de las SPAC**

Las principales desventajas de las SPAC son las siguientes:

- (a) Papel de los promotores: una confianza excesiva en la reputación de estos<sup>62</sup>, el bloqueo del 20% del capital social (muy elevado para ser sociedades

---

<sup>58</sup> Alfaro, J., *op. cit.*

<sup>59</sup> Blanco, Á., *op. cit.*

<sup>60</sup> Mascareñas, J., “Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición”, *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*, 2021 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3824785](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3824785))

<sup>61</sup> Blanco, Á., *op. cit.*

<sup>62</sup> Lamont, D., “Los pros, los contras y los incentivos detrás de la locura por las SPAC que arrasa en los mercados”, *Schroders*, 2021 (disponible en <https://www.schroders.com/es-es/es/inversores->

cotizadas) y los potenciales conflictos de interés<sup>63</sup> ponen en entredicho la figura de los promotores.

- (b) Riesgo de dilución<sup>64</sup>: debido al incentivo de los promotores y el derecho de separación, la participación de los accionistas se verá diluida.
- (c) Papel regulatorio: como ya ha advertido la SEC, la falta de regulación, a pesar de que agiliza las operaciones de SPAC, puede provocar una escasez de protección para sus accionistas.
- (d) Obligaciones de las sociedades cotizadas<sup>65</sup>: por el hecho de cotizar, se tendrán que cumplir con todas las obligaciones de las sociedades cotizadas (información, gobierno corporativo, abuso de mercado...).
- (e) Incertidumbre en el capital disponible<sup>66</sup>: al existir el derecho de reembolso de los accionistas de la SPAC, no se puede conocer con certeza el capital disponible para el DeSPAC. Para reducir este riesgo, se pueden introducir cláusulas *anti-bulldog*, con el objetivo de limitar el derecho de recompra y, así, garantizar el éxito de la operación.

## 2. COMPARACIÓN CON UNA OPV/OPS

Con la aparición de las SPAC, empieza a surgir el debate sobre la mejor manera de salir a bolsa. Lo más probable es que, a priori, no se pueda determinar cuál es la mejor manera, pues dependerá de muchos factores como el tipo de compañía, sector, capital necesario.... Además, como ya hemos comentado, estas operaciones hacen aparecer en muchas ocasiones el *Triple Track*, otorgando un mayor poder de negociación a la empresa que pretende cotizar.

---

[profesionales/visión-de-mercado/los-pros-los-contras-y-los-incentivos-detras-de-la-locura-por-las-spac-que-arrasa-en-los-mercados/](#))

<sup>63</sup> Fernández Torres, I., *op. cit.*

<sup>64</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

<sup>65</sup> de Vicente, M., *op. cit.*

<sup>66</sup> Fernández Torres, I., *op. cit.*

Como principal comparación, podemos decir que las OPV son empresas en busca de dinero, mientras que las SPAC son dinero en busca de empresas<sup>67</sup>.

Sin tratar de dar una respuesta a la cuestión de cuál es la mejor manera de salir a bolsa, procedo a analizar las diferencias que se pueden observar entre las OPV y las SPAC<sup>68</sup>:

- (a) Tiempos: mientras que una salida a bolsa tradicional suele prolongarse entre 4 y 6 meses, la operación de SPAC dura entre 3 y 5 meses desde la firma de la carta de intenciones.
- (b) Valoración: en el caso de la salida a bolsa tradicional, suele haber una incertidumbre sobre la valoración hasta que finaliza el *roadshow*; sin embargo, en las SPAC, la valoración se define antes del DeSPAC.
- (c) Riesgo de volatilidad: en la salida a bolsa tradicional hay mucha más incertidumbre de mercado, puesto que las oportunidades de salir a bolsa se abren y cierran repentinamente; mientras que, en el caso de la SPAC, el impacto de la volatilidad de los mercados será mucho menor.
- (d) Estados financieros: en el caso de las salidas a bolsa tradicionales, las compañías de crecimiento emergente pueden tener ciertos beneficios en relación con los ajustes de los estados financieros; mientras que, en el caso de las SPAC, la sociedad *target* tendrá que aportar los mismos estados financieros que en una salida a bolsa normal, además de algunos proforma y algunos consolidados tras la combinación de negocios.
- (e) *Due Diligence*: en una salida a bolsa tradicional, los suscriptores de acciones y sus abogados realizarán una *due diligence* sobre la sociedad emisora; en cambio, en la SPAC, la *target* será objeto de *due diligence* por parte de la SPAC y sus abogados y asesores, así como los eventuales Inversores PIPE o sus asesores y abogados.

---

<sup>67</sup> de Fuenmayor, C., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC)”, Instituto de Estudios Financieros, n. 54, 2021 (disponible en <https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2021/11/NT-54-SPAC-v1.pdf>)

<sup>68</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

- (f) Proyecciones: en las salidas a bolsa tradicionales, no se incluyen proyecciones; mientras que, en las operaciones de SPAC, la *target* incluirá proyecciones para ver favorecidas sus negociaciones.
- (g) Aprobaciones corporativas: la compañía que quiera salir a bolsa de manera tradicional necesitará las aprobaciones societarias pertinentes; mientras que, en el caso de la SPAC, solo necesitará la autorización de su Junta General de Accionistas para adquirir la *target*.
- (h) Costes de transacción: los costes de la transacción son asimilables en ambos casos, siendo los principales los costes de abogados, contables, de colocación de las acciones, pudiendo incluso, en ocasiones, superar las SPAC los costes de una OPV.
- (i) Liquidez tras la OPV: en el caso de las salidas a bolsa tradicionales, los suscriptores de acciones crearán un mercado para dichas acciones; sin embargo, en el caso de las SPAC, es probable que los accionistas no quieran continuar en la empresa, por lo que no se crearía un mercado para estas acciones.

### 3. JUSTIFICACIÓN JURÍDICA DE LAS SPAC

Como justificación jurídica a la existencia de una figura como las SPAC, encontramos diferentes razones. La primera de ellas es la alternativa de financiación que esta salida a bolsa ofrece<sup>69</sup>. Así, con esta figura, se favorece la diversificación de la financiación de las sociedades y puede permitir la bursatilización de la economía española, reduciendo de esta forma la dependencia de los créditos bancarios.

Por otro lado, y sobre todo en Estados Unidos, encontramos una ventaja en esa suerte de “arbitraje regulatorio”, donde existe menos necesidad de información que en una OPV. En Estados Unidos, en un principio, las SPAC estaban amparadas en ese “puerto seguro”, recogido en la *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA)<sup>70</sup>. No obstante, como

---

<sup>69</sup> Proyecto de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

<sup>70</sup> Greenspan, R., *op. cit.*

ya he mencionado antes, la SEC está planteando las posibilidades de estas proyecciones en este tipo de operaciones, lo que ha reducido su uso. En España, a pesar de que sí que existen muchos requerimientos de información, es cierto que no es una información, por la naturaleza de la SPAC, tan exhaustiva como en una salida a bolsa normal.

No obstante, el mayor atractivo de esta figura está en ese derecho de separación de los inversores. Que exista esa posibilidad de poder retirar una inversión sin tener pérdidas significativas es un gran incentivo para llevar a cabo inversiones sin la seguridad de que sea una buena inversión<sup>71</sup>. De hecho, en general, estos accionistas que activan el derecho de separación suelen obtener un rendimiento aproximado promedio del 11% sin asumir prácticamente ningún riesgo<sup>72</sup>. En ocasiones, son los propios promotores los que pagan a los accionistas con el objetivo de que renuncien al derecho de separación<sup>73</sup>.

Sin embargo, esto tiene el inconveniente de que este 11% lo pagan los accionistas que no ejercen su derecho de separación, por lo que se plantean los problemas de encontrar la alternativa que ofrezca ganancias para todos. Así, se puede tratar de evitar este derecho de separación con una correcta selección de la *target*, donde al seleccionarse, aumente el valor de las acciones y, por lo tanto, en lugar de ejercer el derecho de separación, se produzca una venta de las acciones. También en estos casos es importante el prestigio de los promotores, capaces de crear confianza e interés en la SPAC<sup>74</sup>.

De esta manera, observamos que este derecho de separación funciona, no solo como un atractivo a la hora de invertir en compañías y una herramienta de bursatilización de la sociedad, sino también como una manera de otorgar poder a los accionistas. Por eso, con el mayor poder de los accionistas, se promueve una actuación más adecuada de los promotores y del Órgano de Administración, evitando potenciales conflictos de interés. No obstante, es posible que esta ventaja juegue en contra de la operación, por el riesgo de dilución asociado<sup>75</sup>.

---

<sup>71</sup> Alfaro, J., *op. cit.*

<sup>72</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

<sup>73</sup> *Id.*

<sup>74</sup> *Id.*

<sup>75</sup> Fernández Torres, I., *op. cit.*

## CAPÍTULO III. ELEMENTOS DE LA SPAC

Los elementos que se van a describir a continuación se corresponden con una operación “tipo”. Es decir, es una guía de la estructura de una operación de SPAC, sin entrar en cuestiones concretas de una operación específica, o en diferencias en los distintos ordenamientos jurídicos.

### 1. ELEMENTOS SUBJETIVOS

#### 1.1. Promotor

El promotor es el sujeto que idea, crea y promueve la SPAC como vehículo inversor<sup>76</sup>. Normalmente, los promotores suelen ser, por un lado, directivos o empresarios de reconocido prestigio en sus respectivos sectores<sup>77</sup>, o, por otro lado, fondos de Capital Riesgo o fondos de Cobertura<sup>78</sup>.

Efectivamente, una de las causas que favorecen el éxito de la operación, es el prestigio y experiencia de sus promotores<sup>79</sup>, pues estos atraen a inversores. Además, los promotores permanecen en la sociedad tras la operación<sup>80</sup>, alineándose sus objetivos con los del resto de accionistas, estimulando así las operaciones con SPAC<sup>81</sup>.

Los promotores de la SPAC adquieren acciones a valor nominal, lo que se conoce como incentivo (*promote* en inglés), en una cantidad determinada, que haga que, tras la dilución producida como consecuencia de la operación, el promotor mantenga una participación del 20% en el accionariado. En muchas ocasiones, los promotores se comprometen a votar en el sentido en el que vote la mayoría<sup>82</sup>.

---

<sup>76</sup> Grupo Armanext, “Las Spanish SPACs: retos y oportunidades”, *Armanext*, 2021 (disponible en <https://armanext.com/las-spanish-spac-retos-y-oportunidades>)

<sup>77</sup> Cabe destacar que también personajes famosos, como Jay-Z, Serena Williams, Saquille O’Neal o Stephen Curry, han interpretado el papel de promotores.

<sup>78</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

<sup>79</sup> Blanco, Á., *op. cit.*

<sup>80</sup> Grupo Armanext, *op. cit.*

<sup>81</sup> Blanco, Á., *op. cit.*

<sup>82</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

Normalmente, dichas acciones tienen una restricción de venta (cláusulas *lock-up*<sup>83</sup>) durante un periodo de tiempo determinado (normalmente de un año<sup>84</sup>) tras la integración de la *target*<sup>85</sup>, con la finalidad de evitar decisiones sesgadas de los promotores. No obstante, en algunos casos se incluyen excepciones a estas cláusulas de *lock-up*.

Con este tipo de acciones, lo que se trata de lograr es ofrecer alguna remuneración a los promotores, que no suelen recibir ningún salario por la gestión de la SPAC hasta que la operación es completada<sup>86</sup>. Otro de los objetivos de estas acciones es fomentar la participación de promotores de calidad en este tipo de transacciones<sup>87</sup>.

Como he comentado anteriormente, es necesario que los elementos de la SPAC se ajusten a las disposiciones de la UE, y en el caso de los promotores, esta obligación destaca en relación con los conflictos de interés. Por ello, en el folleto se debe confirmar que no existen conflictos de interés en determinados supuestos<sup>88</sup>:

- (a) En el caso de que los promotores pierdan su inversión inicial debido a que no se haya realizado la combinación de negocios antes de la fecha límite.
- (b) En relación con posibles acuerdos que restrinjan la disposición de los valores del emisor por parte de los promotores.
- (c) En relación con cualquier posibilidad de que la SPAC invierta en sociedades que estén vinculadas con algún promotor.
- (d) Relacionados con la eventualidad de que los promotores o personas relacionadas hayan invertido en el mismo sector de la SPAC con anterioridad.

---

<sup>83</sup> Fernández Torres, I., *op. cit.*

<sup>84</sup> Conde, V., y Miranda, D., *op. cit.*

<sup>85</sup> Grupo Armanext, *op. cit.*

<sup>86</sup> Fernández Torres, I., *op. cit.*

<sup>87</sup> Lewellen, S. M., *SPACs as an Asset Class*, 2009 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1284999](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999))

<sup>88</sup> ESMA, *op. cit.*

- (e) En relación con el hecho de que los promotores o personas relacionadas no estén obligados a comunicar a la SPAC posibles sociedades *target* y las adquieran por su cuenta.

## 1.2. Accionistas de la SPAC

Los accionistas de la SPAC son aquellos que suscriben unidades (acciones y *warrants*) en la salida a bolsa de la SPAC, y suelen ser inversores institucionales. No obstante, también pueden existir inversores particulares, aunque será un supuesto menos frecuente<sup>89</sup>. También pueden existir accionistas que adquieran sus acciones en un momento posterior a la OPV

En la salida al mercado, se ofrece a los accionistas de la SPAC las denominadas unidades, que, por regla general, tiene un valor nominal de \$10<sup>90</sup>. Estas unidades están formadas por una acción ordinaria y una opción (*warrant*).

Estos *warrants* otorgan el derecho a comprar más acciones de la sociedad a un precio predeterminado, generalmente de \$11,5<sup>91</sup>, y en un momento futuro. Es decir, con estos *warrants*, se otorga la posibilidad de que un accionista adquiera más acciones a un precio determinado tras la combinación de negocios. Por ello, se entiende que el accionista solo ejercerá su derecho si el precio de las acciones es superior al precio de ejercicio (\$11,5) de los *warrants*.

Una vez que la SPAC cotiza, lo normal es que estas unidades adquiridas por los accionistas de la SPAC se dividan, existiendo un mercado para las acciones y otro para los *warrants*. De esta manera, se podrán negociar, separadamente, las acciones y los *warrants*, lo que supone una fuente de rentabilidad adicional<sup>92</sup>.

---

<sup>89</sup> Grupo Armanext, *op. cit.*

<sup>90</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

<sup>91</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

<sup>92</sup> Conde, V., y Miranda, D., *op. cit.*

Los fondos obtenidos por la SPAC en el momento de la OPV se deben depositar y se suelen invertir en deuda pública (por su bajo riesgo). Estos fondos solo se podrán utilizar, normalmente, para<sup>93</sup>:

- (a) Ejecutar el DeSPAC
- (b) Atender a los derechos de recompra de los accionistas de la SPAC
- (c) Cubrir determinados gastos

Por otro lado, en el supuesto de que en el periodo determinado para integrar la compañía no se produzca la operación, los fondos depositados, más los intereses que hayan generado, se reembolsarán a los inversores y se disolverá la SPAC<sup>94</sup>. No obstante, es posible que se llegue a conceder una prórroga del plazo para ejecutar la combinación de negocios mediante un acuerdo de los accionistas.

Además, en el caso de que en la propuesta de la *target* los accionistas no estén de acuerdo, podrán exigir el reembolso de las acciones, aunque en ocasiones se ofrece a todos los accionistas, independientemente del sentido de su voto<sup>95</sup>. En estos casos, se suele reembolsar el precio pagado por las unidades, más los intereses que se hayan devengado.

Como se permite que las acciones y los *warrants* se puedan negociar por separado, existe la posibilidad de que, cuando los accionistas ejerciten su derecho de recompra, soliciten el reembolso de las acciones, pero manteniendo los *warrants*. Así, pierden su condición de accionistas, pero mantienen la opción a comprar a un precio que se supone que es propicio, permitiéndoles obtener un beneficio si la operación acaba siendo exitosa.

### **1.3. Inversores PIPE**

En ocasiones el valor de la *target* es superior a los fondos obtenidos por la SPAC, por lo que es posible que se necesiten más fondos para reducir la deuda de la SPAC. Además,

---

<sup>93</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

<sup>94</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

<sup>95</sup> Alfaro, J., *op. cit.*

como consecuencia del ejercicio del derecho de recompra de las acciones por parte de los accionistas de la SPAC, la cantidad depositada puede ser reducida<sup>96</sup>.

En consecuencia, una vez identificada la *target*, es posible que se realice un PIPE (*Private Investment in Public Equity*) con el objetivo de captar fondos de inversores institucionales mediante colocaciones privadas<sup>97</sup>. Este acuerdo PIPE consiste básicamente en un compromiso adoptado por inversores institucionales que garantizan que acudirán a una ampliación de capital a un precio determinado en el caso de que los fondos recaudados no sean suficientes para llevar a cabo la combinación de negocios<sup>98</sup>. De esta manera, estos Inversores aparecen, aproximadamente, en el momento del DeSPAC<sup>99</sup>.

Al estar ya identificada la *target*, los Inversores PIPE tienen mucha más información que los accionistas de la SPAC, sobre todo teniendo en cuenta que se les proporciona información adicional sobre la *target*, otorgándoles una posición de privilegio para realizar su inversión<sup>100</sup>.

## 2. ELEMENTOS OBJETIVOS: COMPAÑÍA OBJETIVO (TARGET)

La razón de ser de la SPAC está en que los promotores identifiquen una o varias *targets* a adquirir. El objetivo es que, tras el DeSPAC, la compañía resultante tenga un valor que haga que los accionistas de la SPAC se beneficien, puesto que, supuestamente, habrán adquirido sus acciones a un precio menor.

Por ello, las *targets* suelen ser compañías de determinados sectores y perfiles, sin ser la operación de SPAC una alterativa para cualquier sociedad. Por lo general, se invierte en sociedades que hayan sido creadas recientemente (*start-ups*), y en sectores que ofrecen una rentabilidad alta, siendo esto bastante complicado por las características de estas

---

<sup>96</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

<sup>97</sup> Reinhardt, L., y Dorris, B., “SPACs: Why PIPE investments play a key role”, *Indian Business Law Journal*, 2021 (disponible en <https://law.asia/spacs-why-pipe-investments-play-a-key-role/>)

<sup>98</sup> Grupo Armanext, *op. cit.*

<sup>99</sup> Reinhardt, L., y Dorris, B., *op. cit.*

<sup>100</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

empresas<sup>101</sup>. Los sectores más atractivos son el tecnológico, el general y el de consumo<sup>102</sup>.

Además, estas compañías tienen que estar ya preparadas para cotizar en un plazo breve, debido a los cortos plazos en los que se suelen llevar a cabo estas operaciones y a las exigencias posteriores<sup>103</sup>. Estas deben ser sociedades compatibles con el mercado de valores para poder adquirirse directamente por la SPAC sin tener que “configurarlas”<sup>104</sup>.

Debido al tamaño de la *target* y el ejercicio del derecho de separación por parte de los accionistas, aunque se puede haber obtenido financiación adicional (Inversores PIPE) lo normal es que la contraprestación no sea solamente en efectivo y los accionistas de la *target* reciban acciones de la sociedad cotizada resultante<sup>105</sup>. De esta manera, la contraprestación podrá consistir en:

- (a) *Cash out*: supone una contraprestación en efectivo con los fondos recaudados e inmovilizados a los accionistas de la *target*.
- (b) *Reverse IPO*: supone una contraprestación en acciones de la sociedad resultante de la combinación, que, por lo tanto, cotizarán.
- (c) *Earn-out*<sup>106</sup>: supone una vinculación a la consecución de determinados hitos, al precio de cotización.... En ocasiones, también los promotores pueden participar en los *earn-out*<sup>107</sup>.

---

<sup>101</sup> de Fuenmayor, C., *op. cit.*

<sup>102</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

<sup>103</sup> Civi, H., y Anani, K., “Why SPAC success requires a deeper look into target companies’ readiness”, *EY*, 2021 (disponible en [https://www.ey.com/en\\_us/ipo/spac-target-company-readiness](https://www.ey.com/en_us/ipo/spac-target-company-readiness))

<sup>104</sup> Doctor, K., y Pinto, E., “US Special Purpose Acquisition Companies: Market 2020 Review”, *Aranca*, 2021 (disponible en [https://www.aranca.com/assets/uploads/resources/special-reports/US\\_Special\\_Purpose\\_Acquisition\\_Companies\\_Market-2020-Review.pdf](https://www.aranca.com/assets/uploads/resources/special-reports/US_Special_Purpose_Acquisition_Companies_Market-2020-Review.pdf))

<sup>105</sup> Conde, V., y Miranda, D., *op. cit.*

<sup>106</sup> Klausner, M. D., Ohlrogge, M., y Ruan, E., *op. cit.*

<sup>107</sup> *Id.*

### 3. ELEMENTOS FORMALES

De la misma manera que hasta ahora, los elementos formales de la SPAC y sus ciclos se van a analizar desde la perspectiva de una operación “modelo”, sin entrar en cuestiones concretas.

#### 3.1. Fases

A pesar de que en España no podemos afirmar que exista un procedimiento concreto para las SPAC, el calendario habitual con sus plazos aproximados teniendo en cuenta otros mercados, sí se pueden estimar<sup>108</sup>.

##### 3.1.1. Formación de la SPAC y salida a bolsa (OPV)

En esta primera fase, tendrá que constituirse el propio vehículo, con todos los pasos que conlleva una constitución de una sociedad, y realizar aquello que sea necesario para cumplir con los requisitos de admisión a cotización de los mercados en los que se pretenda cotizar.

En la mayoría de los casos, debido a que la SPAC no tiene actividad ni resultados financieros históricos, el proceso será más simple que en una salida a bolsa normal. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNMV”)<sup>109</sup> ha especificado que se incluyan ciertos aspectos concretos en el folleto, que se analizará con detenimiento más adelante.

Por ser un requisito de estas sociedades, es importante que la *target* no este identificada, puesto que, si lo estuviese, se podría entender que se está ocultando información al organismo regulador. Esto hace que, en los procesos de salida a bolsa, se incluyan declaraciones responsables manifestando que no se ha seleccionado ninguna *target*. En este paso, también es importante la realización por parte de los promotores, con la ayuda de bancos de inversión, de un *roadshow* que suele ser más reducido de lo habitual<sup>110</sup>.

---

<sup>108</sup> Chong, Y. C., et al, *op. cit.*

<sup>109</sup> CNMV, *op. cit.*

<sup>110</sup> Chong, Y. C., et al, *op. cit.*

### *3.1.2. Búsqueda de la target*

La segunda fase consiste en la búsqueda de la compañía objetivo para realizar el DeSPAC, lo que suele prolongarse entre 18 y 24 meses, en función de la compañía y la industria. Si en el plazo otorgado para la búsqueda de la *target*, no se produce el DeSPAC, el depósito se devuelve a los accionistas de la SPAC y se produce la disolución de la SPAC<sup>111</sup>.

### *3.1.3. Aprobación del DeSPAC*

El DeSPAC deberá ser aprobado por la junta general, donde, normalmente, los promotores se abstienen de votar, o votan en el sentido de la mayoría.

En el caso de que se apruebe el DeSPAC, se llevará a cabo la negociación y el cierre de la operación. Es en este momento en el que los accionistas de la SPAC podrán ejercitar su derecho de recompra.

### *3.1.4. Cierre de la operación*

Cuando se ha autorizado la operación, se ejecutará el DeSPAC a través de cualquier transacción que permita combinar la SPAC y la *target*. La sociedad resultante deberá cumplir los requisitos para cotizar, por lo que es importante que, como he comentado anteriormente, la *target* esté preparada para cotizar. Esta fase de la operación suele prolongarse entre 3 y 5 meses.

## **3.2. Procedimiento de DeSPAC**

El DeSPAC es la operación de integración de la *target* y la SPAC, operación que debe ser aprobada por los accionistas y que, tras ello, suele prolongarse hasta, aproximadamente, cinco meses. La normativa contable define las combinaciones de negocios<sup>112</sup> como “la unión de entidades o negocios separados en una única entidad”.

---

<sup>111</sup> Con la posibilidad de prórrogas aprobadas por los accionistas de la SPAC

<sup>112</sup> IFRS Foundation, *Norma Internacional de Información Financiera 3*, 2020 (disponible en <https://www.icac.gob.es/node/712>)

Dicho esto, lo más común, como hemos visto en su evolución histórica, es que se lleve a cabo mediante una fusión, por las características y objetivos de la SPAC.

Esta parte es fundamental, pues se trata del momento en el que, como consecuencia de la combinación entre la SPAC y la sociedad *target*, esta última comienza a cotizar en la bolsa de valores, culminando así la operación. Como hemos visto, las SPAC nacen con el objetivo de recaudar fondos en una bolsa de valores y adquirir una, varias o parte de una sociedad *target* que, tras ello, comenzará a cotizar, por lo que con este proceso de DeSPAC se está alcanzando la razón de ser de estas sociedades.

Como ya he reiterado, los accionistas que no aprueben la operación tienen el derecho de reembolso, extensible incluso a los que aprueben la operación si así se ha acordado.

En el caso de que la operación no se apruebe, se podrá (a) buscar otra *target* en el caso de que no hubiera transcurrido el plazo acordado; o (b) proceder a la disolución y liquidación de la SPAC y devolución de su inversión a los accionistas<sup>113</sup>.

La contraprestación otorgada a la *target* como consecuencia del DeSPAC, no es homogénea en todos los casos, pues dependerá de cuestiones fiscales, regulatorias o estructurales de la propia *target*. Como hemos visto anteriormente, la contraprestación puede consistir en *cash-out*, *reverse IPO* o *earn-out*.

Además, para poder financiar la operación, es normal obtener fondos adicionales a través de colocaciones privadas con los Inversores PIPE o contratos de financiación.

El importe de la contraprestación es variable dependiendo de la operación, y tanto este como el tipo concreto de contraprestación se suelen ajustar en función de reembolsos a accionistas de la SPAC, u otros elementos directamente relacionados con el cierre de la operación.

Como generalmente se tratará de una fusión, cabe estudiar las posibles consecuencias que tendría en el ordenamiento jurídico español en atención a la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles. En concreto,

---

<sup>113</sup> Conde, V., y Miranda, D., *op. cit.*

cabe analizar el derecho de oposición de los acreedores reconocido en el caso de las fusiones de sociedades<sup>114</sup>, que supone que:

- (a) La ejecución de la fusión no podrá realizarse antes de que transcurra un mes desde la publicación del último acuerdo.
- (b) En este plazo de un mes, los acreedores de las sociedades fusionadas podrán oponerse a la fusión hasta que se les garanticen dichos créditos.
- (c) Si existe oposición de algún acreedor, no podrá llevarse a cabo la fusión. Si la fusión se lleva a cabo con la oposición, se podrá hacer constar en el Registro Mercantil dicha oposición del acreedor.

No obstante, esto no son más que meros obstáculos que no imposibilitan el desarrollo normal de una operación de SPAC en el ordenamiento jurídico español.

---

<sup>114</sup> Artículo 44 de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles

## CAPÍTULO IV. RÉGIMEN JURÍDICO ESPAÑOL DE LAS SPAC

En el presente capítulo, trataremos, en primer lugar, de encuadrar las SPAC dentro del ordenamiento jurídico español vigente para, seguidamente, analizar el Proyecto de Ley que se encuentra en tramitación con el fin de regular específicamente estas sociedades.

Posteriormente, pasaremos a analizar el régimen fiscal que, previsiblemente podría aplicarse en estas sociedades y en sus operaciones asociadas.

### 1. MARCO SOCIETARIO DE LAS SPAC

#### 1.1. El Código de Comercio<sup>115</sup>

A la hora de analizar el marco societario de las SPAC, debemos analizar determinadas leyes en concreto. En primer lugar, como sociedad mercantil, debemos remitirnos al Código de Comercio<sup>116</sup> (“CCo”), el cual recoge de forma breve y, en realidad, un tanto desfasada una aproximación al concepto de sociedad.

De esta manera, el CCo en su artículo 116, proporciona una definición del concepto de sociedad, utilizando la denominación de compañía:

*“El contrato de compañía, por el cual dos o más personas se obligan a poner en fondo común bienes, industria o alguna de estas cosas, para obtener lucro, será mercantil, cualquiera que fuese su clase, siempre que se haya constituido con arreglo a las disposiciones de este Código.*

*Una vez constituida la compañía mercantil, tendrá personalidad jurídica en todos sus actos y contratos”.*

Así, se trata de un contrato voluntario, plurilateral, asociativo y organizativo, donde los intereses de las partes son concurrentes. Además, se le otorga personalidad jurídica, con la finalidad de que la sociedad mantenga relaciones externas (relaciones jurídicas

---

<sup>115</sup> Vives Ruiz, F., *Derecho de Sociedades. Las Sociedades Mercantiles*, 2022

<sup>116</sup> Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio

externas), pues el contrato de sociedad, teóricamente, genera una relación estable y a largo plazo entre los socios y entre estos y la sociedad (relaciones jurídicas internas).

Como todo contrato, debe contar con sus tres elementos básicos, que son:

- (a) Consentimiento: en el CCo se establece que es necesario que existan dos o más declaraciones de voluntad válidas. No obstante, como veremos más adelante en la configuración de las sociedades en la Ley de Sociedades de Capital (“LSC”)<sup>117</sup>, se permiten las sociedades unipersonales, donde se considera válida una manifestación unilateral de voluntad.
- (b) Causa: dentro del contrato de sociedad, podemos diferenciar dos tipos de causas:
  - i. Causa general: se refiere al fin común de los socios, cualquiera que sea, exigiéndose únicamente que sea lícito y se establezca en interés común de todos.
  - ii. Causa concreta: se trata del objeto social, que consiste en la actividad concreta que desarrollará la sociedad con el objetivo de alcanzar ese fin común. Según exigencias del Código Civil (“CC”)<sup>118</sup>, este debe ser lícito, posible y determinado.
- (c) Objeto: el objeto son las aportaciones de los socios, que pueden ser de bienes o de industria. Estas pueden ser cualquier prestación de carácter patrimonial que pueda ser valorada económicamente. De esta manera, los bienes dejan de ser propiedad de cada socio y pasan a ser propiedad de la sociedad como persona jurídica. Esta puesta en común se realiza con el objetivo de alcanzar el fin común de los socios.

---

<sup>117</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>118</sup> Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil

Estas consideraciones tienen unas consecuencias que hace que este tipo de contratos se diferencien de otros contratos de cambio:

- (a) En primer lugar, no se aplican las consecuencias del incumplimiento contractual que se encuentran recogidas en el artículo 1124 del CC, de manera que (i) un socio no podrá dejar de cumplir las obligaciones que este tiene frente a la sociedad por el simple hecho del incumplimiento de otro socio, y (ii) el incumplimiento de una de sus obligaciones por parte de un socio no hace que se extinga la sociedad, sino que, en ese caso, se procedería a la exclusión de ese socio que ha incumplido.
- (b) En el caso de que exista un vicio de consentimiento en alguna declaración de voluntad, este solo afectará a esa declaración de voluntad, pero no se extenderá a la validez del contrato. No obstante, es necesario que existan dos o más declaraciones de voluntad no viciadas o, en el caso de las sociedades unipersonales, una.

Esta es una breve aproximación a lo que se entiende en el CCo por sociedad, en tanto se trata de la norma básica dentro del ordenamiento jurídico societario en España.

## **1.2. La Ley de Sociedades de Capital<sup>119</sup>**

En este apartado, vamos a analizar, brevemente, cuáles son las características recogidas en la LSC que serían aplicables a las SPAC.

En primer lugar, cabe mencionar que el artículo 122 del CCo, establece lo siguiente:

*“Por regla general, las sociedades mercantiles se constituirán adoptando algunas de las formas siguientes:*

- 1. La regular colectiva.*
- 2. La comanditaria, simple o por acciones.*

---

<sup>119</sup> Vives Ruiz, F., *Derecho de Sociedades. Las Sociedades de Capital*, 2022

### 3. La anónima.

### 4. La de responsabilidad limitada”.

Por otro lado, según el artículo 1 de la LSC, las sociedades capitalistas son la Sociedad de Responsabilidad Limitada (S.R.L. o S.L.), la Sociedad Anónima (S.A.) y la Sociedad Comanditaria por Acciones (S. com. A.); las cuales, en atención al artículo 2 de la LSC tendrán carácter mercantil, cualquiera que sea su objeto.

En el supuesto de las SPAC, realmente solo nos interesa analizar las Sociedades Anónimas, pues son las únicas que pueden cotizar en bolsa. De esta manera, las Sociedades Anónimas, según el artículo 1.3 de la LSC, son sociedades cuyo capital está dividido en acciones y que se integra por aportaciones de los socios que, en ningún caso, pueden consistir en trabajo o industria<sup>120</sup>. Además, los socios, que pueden ser personas físicas o jurídicas, no responderán personalmente de las deudas de la sociedad.

Es importante entender que las sociedades capitalistas, por su propia naturaleza, se forman *intuitu pecuniae*, es decir, en atención a las aportaciones patrimoniales de los socios, y no *intuitu personae*, lo que explica la no admisión de las aportaciones de industria

En el caso de la S.A., este capital social está dividido en acciones, de manera que estas aportaciones se materializan en títulos-valores o anotaciones en cuenta. Esto permite su fácil circulación ya que, en principio, el tenedor de estos títulos es el que ostenta la calidad de socio.

El capital social, imprescindiblemente, debe ser:

- (a) Determinado: el capital social se debe determinar en una cantidad en euros que, en el caso de las S.A., no podrá ser inferior a 60.000€<sup>121</sup>. Es recalable

---

<sup>120</sup> Artículo 58.2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>121</sup> Artículo 4 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

que en la ley se fija simplemente un capital mínimo, sin establecer un capital suficiente en atención a cada actividad.

- (b) Real: el capital social debe estar íntegramente suscrito, lo que significa que debe haber una promesa de aportación por parte de los socios<sup>122</sup>. Así, será nula la creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial de los socios a la sociedad, existiendo determinadas garantías para asegurar el cumplimiento de este requisito<sup>123</sup>. No obstante, no es necesario que esté desembolsado en su totalidad, sino que se exige que se haya desembolsado, al menos, en una cuarta parte<sup>124</sup>. Esta parte suscrita pero no desembolsada, es lo que se conoce como dividendos pasivos, que deben pagar los accionistas.
- (c) Estable: la modificación de la cifra del capital social solo se puede llevar a cabo si se cumplen una serie de requisitos recogidos en la ley, pues el capital social es una garantía para los acreedores.
- (d) Representado en acciones: las acciones representan partes alícuotas del capital social<sup>125</sup>, estando incorporadas, en el caso de sociedades cotizadas como son las SPAC, en anotaciones en cuenta, facilitando así la transmisión de la cualidad de socios.

Otra de las características fundamentales de las sociedades de capital es que limitan la responsabilidad de sus socios, donde el socio se compromete a realizar sus aportaciones a la sociedad y no responde más allá de estas aportaciones. De manera que, si la sociedad no prospera, el socio arriesga, como máximo, sus aportaciones. Esta limitación de la responsabilidad ha favorecido la captación del ahorro del público y la acumulación de

---

<sup>122</sup> Artículos 58 y siguientes del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>123</sup> Artículos 62, y 67 y siguientes del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>124</sup> Artículos 78 y 79 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>125</sup> Artículos 90 y 92 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

grandes riquezas, así como la libre circulación de las acciones sin que las partes asuman ninguna responsabilidad.

Hay que destacar también que esta limitación de la responsabilidad se despliega respecto de los socios, no respecto de la sociedad, la que sí que responderá con todo su patrimonio, presente y futuro<sup>126</sup>. No obstante, esto es matizable en el caso de la S.A., donde los acreedores de la sociedad podrán exigir a los socios el pago de la parte suscrita pero no desembolsada de las acciones, a través de la acción subrogatoria<sup>127</sup>. Así, los acreedores carecen de acción directa contra los socios, al contrario de la sociedad, la cual sí que puede reclamar directamente a los socios estos dividendos pasivos<sup>128</sup>.

Los órganos sociales de las Sociedades Anónimas son la Junta General y el Órgano de Administración, que vienen regulados en los Títulos V y VI de la LSC.

Por otro lado, es necesario que se incluyan unos estatutos sociales<sup>129</sup>, los cuales solo se pueden modificar mediante un acuerdo mayoritario de la Junta General de Accionistas, con las mayorías exigidas que, en el caso de las S.A., se encuentran recogidos en los artículos 194 y 201 de la LSC. En algunos casos, cuando las modificaciones afectan en especial a algunos socios, se deberá formar una junta especial con los titulares de dichas acciones afectadas que deberá votar a favor de la modificación. En algunas ocasiones, incluso, se requiere el consentimiento individual del socio o socios afectados. Esto podría suceder en el caso del incentivo de los promotores.

En cuanto a la denominación de la sociedad, no es necesario que esté relacionado con su objeto ni con sus socios, pudiendo consistir tanto en una denominación objetiva como subjetiva. No obstante, sí que se establecen determinadas limitaciones y requisitos, tanto en la LSC como en el Reglamento del Registro Mercantil<sup>130</sup>, que serán comprobadas por la Sección de Denominaciones del Registro Mercantil.

---

<sup>126</sup> Artículo 1911 del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil

<sup>127</sup> Artículo 1111 del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil

<sup>128</sup> Artículos 81-85 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>129</sup> Artículo 22 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>130</sup> Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil

En cuanto a la nacionalidad, una sociedad adquiere la nacionalidad española si esta domiciliada en España y está constituida conforme al ordenamiento español. De esta manera, la nacionalidad y el domicilio de una sociedad están íntimamente ligados, debiendo estar el domicilio en el lugar donde se lleve la administración o dirección de los negocios o donde esté el establecimiento principal.

Por último, cabe definir lo que son las acciones rescatables, que se trata de acciones que nacen con la vocación de ser rescatadas o amortizadas por la S.A. en determinadas condiciones<sup>131</sup>. Lo que aquí nos interesa especialmente es la restricción especial del artículo 500 de la LSC, de que no se emitan por un importe nominal superior al 25% del capital social. Como veremos, el Proyecto de Ley incluye especialidades en las SPAC para articular las acciones rescatables como mecanismo de reembolso.

### **1.3. Las sociedades cotizadas<sup>132</sup>**

Entrando más en concreto en el marco societario de las sociedades cotizadas en España, encontramos una primera definición en el artículo 495 de la LSC, que las define como:

*“sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado español”*

En cuanto a lo que se reconoce como un mercado regulado español, a pesar de que el 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”) recoge una enumeración de los mercados regulados españoles<sup>133</sup>, realmente nos basta con conocer que, entre estos, están las Bolsas de valores.

Así, el régimen jurídico de las sociedades, podemos determinar que se encuentra en el Título XIV de la LSC, que regula las especialidades de las sociedades cotizadas en relación con aspectos societarios, así como el resto de normativa de la LSC en relación

---

<sup>131</sup> Vives Ruiz, F., *Derecho de Sociedades, Las acciones y participaciones sociales*, 2022

<sup>132</sup> Vives Ruiz, F., *Derecho de Sociedades. Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas*, 2022

<sup>133</sup> Artículo 43.2 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

con las Sociedades Anónimas, que es de aplicación supletoria. Por otro lado, encontramos la LMV que regula diversos aspectos de las sociedades cotizadas, además de reglamentos que desarrollan esta normativa, entre los que encontramos Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea; el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, 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; o el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

También encontramos normativa emitida por parte de la UE, como el 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; o el Reglamento UE nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre abuso de mercado.

Por lo general, existe un principio de libertad de emisión de valores<sup>134</sup>, sin exigencia de autorización administrativa previa, lo que no significa que no existan ciertos requisitos de idoneidad y un régimen de información y de verificación previa por parte de la CNMV. Así, en primer lugar, podemos observar unos requisitos de idoneidad de los emisores<sup>135</sup>:

- (a) El emisor debe estar constituido válidamente de acuerdo con la normativa del país en el que esté domiciliado, y debe operar conforme a su escritura de constitución y estatutos.

---

<sup>134</sup> Artículo 33 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

<sup>135</sup> Artículo 8 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, 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

- (b) Las acciones de un emisor admitido a negociación no podrán establecer desventajas o diferencias en los derechos de los accionistas en idénticas condiciones.

En cuanto al primer requisito, en principio, no debería haber ningún problema en el entorno de las SPAC. No obstante, en cuanto al segundo requisito, sí que se podrían plantear ciertos problemas, por esas acciones privilegiadas que se adjudican a los promotores tras la salida a bolsa, manteniendo el 20%. Sin embargo, no parece que suponga un gran problema, puesto que está admitido que las acciones privilegiadas pueden cotizar.

Por último, si hablamos de sociedades cotizadas, no podemos dejar de lado los requisitos de información que se exigen a este tipo de sociedades. No obstante, es importante resaltar que, por la especialidad de las SPAC, también se matizan en ciertos aspectos estos requisitos de información. Un ejemplo de estos matices se encuentra en la obligación de aportación de las cuentas anuales de la sociedad de los últimos tres ejercicios sociales, donde la CNMV puede excepcionar este requisito, siendo las SPAC, probablemente, serían uno de esos casos de excepción.

Sin embargo, la ESMA ha declarado la importancia de cumplir con todos los requisitos del folleto informativo en atención a la regulación de la UE, en especial el Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, y sus Anexos 1 y 11. Estos requisitos se establecen para la primera fase de la operación, donde la SPAC realiza una OPV de sus acciones entre inversores cualificados y se admiten a cotización estas acciones. No obstante, hay algunos aspectos sobre los que se deberá poner especial énfasis, por las peculiaridades de las SPAC:

- (a) Factores de riesgo<sup>136</sup>: las SPAC deberán informar específicamente sobre ciertos aspectos, entre los que se encuentran:

---

<sup>136</sup> Apartados 3.1 del Anexo I y 2.1 del Anexo 11 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

- i. Estructura del emisor y de sus valores, entre los que están las acciones y los *warrants*.
  - ii. Los conflictos de interés existentes en estas operaciones, en concreto, los relacionados con los promotores que ya he comentado anteriormente.
  - iii. El gobierno de las SPAC, incluyendo el proceso de toma de decisiones en relación con el DeSPAC.
  - iv. La posible dilución que se pueda producir por el pago de comisiones a los promotores, por el ejercicio de los *warrants* o en relación con la financiación de la combinación de negocios.
- (b) Estrategia y objetivos<sup>137</sup>: se debe incluir información acerca de la estrategia que llevará a cabo la SPAC, tanto financiera como no financiera, así como los criterios para la selección de la *target*.
- (c) Inmovilización de los fondos y modos de reinversión<sup>138</sup>: se refiere a información acerca de la financiación de la SPAC, incluyendo detalles de las cuentas en las que se inmovilizarán los fondos y su reinversión, así como la posible financiación extra que pueda necesitarse para llevar a cabo la operación.
- (d) Experiencia relevante y actividades principales de la dirección de la SPAC<sup>139</sup>.
- (e) Conflictos de interés de los promotores<sup>140</sup>: como ya he comentado antes, es necesario que se informe acerca de los posibles conflictos de interés en relación con los promotores.

---

<sup>137</sup> Apartado 5.4 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>138</sup> Apartado 8.3 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>139</sup> Apartado 12.1 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>140</sup> Apartado 12.2 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

- (f) Acciones, *warrants* y derechos de los accionistas<sup>141</sup>: se debe incluir información acerca de las mayorías y el procedimiento necesarios para llevar a cabo la combinación de negocios en la Junta General de Accionistas. También debe incluir información sobre los derechos de reembolso y de separación de los accionistas. La ESMA destaca que es necesario que se incluya información detallada en el caso de que en el momento del DeSPAC no se requiera emitir un nuevo folleto informativo.
- (g) Accionistas mayoritarios: se debe incluir información<sup>142</sup> sobre:
  - i. El nombre de personas que tengan una participación que se deba notificar a los efectos de la normativa española.
  - ii. Información sobre si los accionistas mayoritarios tienen derechos de voto diferentes.
- (h) Operaciones vinculadas<sup>143</sup>.
- (i) Intereses significativos<sup>144</sup>: se debe incluir información sobre intereses significativos que puedan existir en las operaciones con SPAC, incluyendo conflictos de interés; así como servicios prestados al emisor de las acciones por parte de partes relacionadas con los promotores.
- (j) Información de los fondos obtenidos en la oferta<sup>145</sup>: en especial, deberá informar sobre la estimación de las cantidades y fuentes de financiación necesarias en el caso de que los fondos anticipados no sean suficientes para llevar a cabo la operación, así como información del uso de esos fondos. Es posible que sea necesario ofrecer información de diferentes escenarios de financiación.

---

<sup>141</sup> Apartados 19.1.4, 19.1.5, 19.1.6, 19.2.2, y 19.2.3 del Anexo 1 y 4.5 del Anexo 11 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>142</sup> Apartados 16.1-16.4 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>143</sup> Apartado 17.1 del Anexo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>144</sup> Apartados 3.3 y 3.4 del Anexo 11 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>145</sup> Apartado 3.4 del Anexo 11 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

- (k) Información de la intención de ciertas personas de acudir a la oferta<sup>146</sup>: se debe indicar si algún accionista mayoritario o miembro del Órgano de Administración tiene la intención de adquirir acciones en la oferta, o de cualquier persona que tenga la intención de adquirir una participación superior al 5%.
- (l) Información del precio de la oferta<sup>147</sup>: se refiere a información relativa a cualquier posible disparidad entre el precio pagado por los promotores o el Órgano de Administración en el último año, y el precio ofrecido al público.

Además de estos requisitos de información, debemos destacar que también existen ciertos requisitos de idoneidad de los valores emitidos a cotización. A pesar de que existen unos requisitos legales, la CNMV<sup>148</sup> ha considerado que se considera que los niveles de liquidez y difusión de las acciones son suficientes cuando alcancen, por lo menos, 50 inversores y 50.000.000€ de capitalización, aunque no son criterios legales y, por lo tanto, podrán modularse. A esto hay que sumarle el requisito legal de que al menos el 25% del capital social esté distribuido entre el público<sup>149</sup>.

Durante una segunda fase, que podemos describir como aquella fase en la que la SPAC comienza a buscar la sociedad *target*, hasta el anuncio del acuerdo de la adquisición de esta, existen las obligaciones típicas de información de las sociedades cotizadas. Estas obligaciones están recogidas en la LMV, Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado; y el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

---

<sup>146</sup> Apartado 5.2.2 del Anexo 11 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>147</sup> Apartado 5.2.3 del Anexo 11 del Reglamento Delegado (UE) 2019/980

<sup>148</sup> CNMV, *op. cit.*

<sup>149</sup> Artículo 9 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, 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

Básicamente, estas obligaciones están relacionadas con la información periódica, la información privilegiada a la que tengan acceso, y la información de adquisición de acciones. En este ámbito es especialmente importante la información que debe emitir la SPAC de la sociedad *target*, una vez se haya anunciado el acuerdo de adquisición. Esta información deberá ser lo más precisa posible, con el objetivo de que los accionistas puedan decidir adecuadamente si están de acuerdo o no con la operación y, así, en su caso, poder ejercitar su derecho de separación; y para que el precio de cotización de las acciones de la SPAC sea formado correctamente.

En cuanto a la tercera fase, la relativa al DeSPAC o combinación de negocios, normalmente mediante una fusión, existen otros requisitos de información. Por lo general, en el momento de la fusión, es necesario la emisión de otro folleto, según el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto. No obstante, existen ciertos supuestos en los que se exceptiona la emisión del folleto, entre las que se encuentran:

- (a) Aquellos casos en los que la operación no alcance los valores mínimos para que sea necesaria la emisión de un folleto.
- (b) Porque se aplique alguna de las excepciones incluidas en los artículos 1.4.g) y 1.5.f) del Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto, donde será necesario emitir un folleto más simplificado.
- (c) En el caso de fusiones directas, donde la SPAC ya es propietaria del 100% del capital social de la *target*.

No obstante, en estos casos, como ya he anticipado antes, es necesario que los inversores de la SPAC cuenten con toda la información completa de la sociedad *target*, disponiendo de la misma información que tendrían si la sociedad hubiese salido a bolsa de forma normal, desarrollando, de esta manera, un folleto especial a estos efectos.

## 2. EL PROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN

Actualmente en España no se ha llevado a cabo ninguna salida a bolsa a través de una SPAC, pero con este Proyecto de Ley, se trata, entre otras cosas, de dar una regulación a las SPAC a través de una modificación de la LSC. En concreto, desarrolla los artículos 535 bis-535 quinquies del Capítulo VIII Bis del Título XIV, para regular las Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición<sup>150</sup>.

Los aspectos más relevantes de la redacción son los siguientes:

- (a) Tipo social: se tratará de una S.A., pues son las únicas que se admiten a negociación en un mercado regulado español en nuestro ordenamiento jurídico.
- (b) Denominación social: debe contener la mención “Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición” o su abreviatura “SPAC, S.A.” hasta que se formalice la adquisición. Es curioso que el legislador haya decidido utilizar la abreviatura con las siglas de su nombre en inglés y no las del nombre que el propio legislador da a la figura, cuya abreviatura sería SCPA.
- (c) Objeto de la inversión: puede ser la totalidad o parte del capital de la sociedad *target*, que puede ser cotizada o no cotizada.
- (d) Inmovilización de los fondos: los fondos que se hayan obtenido a través de la OPV se deberán inmovilizar en una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la SPAC. Habrá que ver las consecuencias de la inmovilización, pues supone una diferencia destacable en comparación con otras jurisdicciones, en las que los fondos son invertidos, normalmente, en deuda pública.
- (e) Plazo máximo para formalizar el DeSPAC: el límite temporal establecido por ley es de 36 meses, con la posibilidad de ser prolongados por otros 18 meses

---

<sup>150</sup> Texto completo en el Anexo I

mediante acuerdo de la Junta General de Accionistas, que requiere la mayoría cualificada exigida para las modificaciones estatutarias.

- (f) Modo de realizar el DeSPAC: podrá consistir en una compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u operaciones análogas.
- (g) Mecanismos de reembolso: los accionistas de la SPAC tendrán un derecho de separación en el momento del DeSPAC, que se debe realizar, obligatoriamente, a través de, al menos, uno de los siguientes mecanismos:
  - i. Derecho de separación estatutario independiente al voto del accionista: esto ya encuentra cabida en nuestro ordenamiento jurídico a través del artículo 347 de la LSC. Además, el Proyecto aclara que la causa de separación legal por sustitución o modificación sustancial del objeto social (artículo 346.1 de la LSC) no es de aplicación, pues, aunque efectivamente se produzca un cambio del objeto social en la SPAC, la realidad es que la finalidad de esta era, precisamente, integrarse con otra sociedad y el accionista que decidió invertir en la sociedad conocía que esto sucedería. Es destacable también que el derecho de separación se reconozca con independencia del sentido del voto, pues es la regla general en nuestro ordenamiento jurídico.
  - ii. Emisión de acciones rescatables: en este caso, la emisión de acciones rescatables no estará sujeta a los artículos 500 y 501 de la LSC, de manera que no existirá el límite del 25% del capital social, ni serán de aplicación las disposiciones relativas a la reserva obligatoria. También en este caso se podrá ejercer el rescate con independencia del sentido de su voto.
  - iii. Reducción de capital mediante la adquisición, a través de una OPA, de sus propias acciones: como excepción al régimen general de las OPAs por reducción, se permite entregar las acciones adquiridas como contraprestación del DeSPAC, en lugar de amortizar esa

autocartera. Por otro lado, no se prevé derecho de oposición de los acreedores cuando la SPAC se haya limitado a la oferta de acciones y a actividades conducentes a la adquisición o fusión.

- (h) Valor del reembolso de las acciones: debe ser, como mínimo, la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado. Cabe destacar que no incluye como parte del reembolso el posible rendimiento financiero de la cantidad aportada pues, como he comentado antes, parece que se prevé que los fondos obtenidos deben estar inmovilizados en una cuenta de una entidad financiera.
- (i) Folleto informativo: en el caso de que la combinación de negocios se realice a través de una fusión, la CNMV podrá exigir un folleto de oferta pública o admisión a negociación, en función de la operación y aunque pudiese aplicarse alguna de las excepciones al folleto previstas en los artículos 1.4 g) y 1.5 f) del Reglamento de Folletos (2017/1129/UE).

No obstante, uno de los aspectos que el Proyecto de Ley deja sin resolver, es la forma en que el incentivo del promotor se puede llevar a cabo dentro del ordenamiento jurídico español.

Recordemos que este incentivo consiste en la adquisición por parte de los promotores de una determinada cantidad de acciones a valor nominal que haga que, tras la dilución producida por la salida a bolsa de la SPAC, estos sigan manteniendo una participación del 20% en el capital social de la compañía.

De esta manera, parece que podría tratarse, en primer lugar, de acciones fundacionales<sup>151</sup>, en virtud de las cuales los fundadores de las Sociedades Anónimas pueden reservarse determinados derechos especiales de contenido económico cuyo valor conjunto no podrá exceder del 10% de los beneficios y por un periodo máximo de 10 años<sup>152</sup>. En

---

<sup>151</sup> Mascareñas, J., *op. cit.*

<sup>152</sup> Artículo 27 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

consecuencia, estos requisitos establecidos para las acciones fundacionales no parecen ser del todo adecuados para las características de las SPAC.

Por ello, teniendo en cuenta el ordenamiento jurídico, el incentivo se podría llevar a cabo a través de acciones privilegiadas<sup>153</sup>, de manera que, atendiendo a las posibles prohibiciones o limitaciones en los privilegios<sup>154</sup>, se articulasen de alguna manera que permitiese a los promotores mantener el 20% del capital social tras la salida a bolsa. No parece que ninguna de las limitaciones pudiese impedir articular el incentivo a través de este instrumento.

### 3. RAZONES DE LA EXCLUSIÓN DE LA LEY DE OPAS

Antes de abordar las razones concretas que han llevado al legislador a excluir las SPAC de la Ley de OPAs<sup>155</sup>, conviene definir lo que se entiende por Oferta Pública de Adquisición (“OPA”), los tipos de OPA y la extensión verdadera de la exclusión.

En primer lugar, una OPA la podemos definir como una operación en la que una o varias personas ofrecen a los accionistas de una sociedad cotizada la compra de sus acciones a un precio determinado. Este precio suele ser en dinero, pero puede consistir también en acciones o un precio mixto, es decir, dinero y acciones<sup>156</sup>.

Así, encontramos principalmente dos tipos de OPAs, las obligatorias y las voluntarias. Entre las obligatorias encontramos<sup>157</sup>:

- (a) OPA obligatoria por toma de control<sup>158</sup>: está obligado a formular OPA por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan

---

<sup>153</sup> Artículo 94 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>154</sup> Artículos 95-97 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital

<sup>155</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>156</sup> CNMV, “Las OPAS. Qué son y cómo actuar”, *Fichas del inversor*, 2009 (disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO\\_OPA.PDF](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF))

<sup>157</sup> Vives Ruiz, F., *Derecho de Sociedades. Notas introductorias al régimen jurídico de las Sociedades Cotizadas*, 2022

<sup>158</sup> Artículo 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 y artículo 3 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

dar derecho a su suscripción o adquisición, el que tome control de una sociedad cotizada mediante:

- i. La adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad.
- ii. Pactos parasociales con otros titulares de valores.
- iii. Como consecuencia de tomas de control indirectas o sobrevenidas.

A efectos de una OPA obligatoria, se entiende que se alcanza el control por un inversor cuando<sup>159</sup>:

- i. Alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%.
- ii. Haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición de ese porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del Órgano de Administración de la sociedad.

No obstante, la CNMV puede dispensar de la obligación de OPA cuando se alcance ese porcentaje del 30% si otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta. Esta dispensa se condiciona a que esta persona o entidad no rebaje su participación por debajo del accionista dispensado.

En cuanto a las tomas de control sobrevenidas o indirectas, existen una serie de supuestos en los que se excluye la OPA obligatoria cuando en el periodo

---

<sup>159</sup> Artículo 131 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 y artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

de los tres meses posteriores a superar el umbral del 30%, vendan esas acciones para quedar por debajo de él, o no ejerzan sus derechos de voto que les corresponderían por encima de ese 30% hasta que no presenten la correspondiente OPA<sup>160</sup>. En otro caso, el accionista deberá realizar la OPA obligatoria. Los ejemplos de este tipo de tomas de control son:

- i. Toma de control indirecta o sobrevenida: es el caso de que un inversor tome el control de una sociedad cotizada que es propietaria de más del 30% de otra sociedad cotizada.
- ii. Adquisición de una participación superior al 30% como consecuencia de una reducción de capital.
- iii. Como consecuencia del canje, conversión o suscripción de acciones de una sociedad cotizada.
- iv. Variaciones en autocartera: sería el caso de que, como consecuencia de una adquisición de acciones propias, algún accionista tuviese una potencia de voto superior al 30%.
- v. El caso de entidades financieras o no financieras que alcancen este umbral por un contrato o compromiso de aseguramiento de una OPV.

Por otro lado, existen una serie de supuestos en los que, a pesar de que se supere el umbral del 30%, se excluye por completo la OPA obligatoria<sup>161</sup>. Estos casos son:

- i. Adquisiciones u otras operaciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de

---

<sup>160</sup> Artículo 7 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>161</sup> Artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Compensación de Seguros, y otras instituciones similares legalmente establecidas.

- ii. Adquisiciones u otras operaciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa.
- iii. Cuando todos los titulares de valores de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas o parte de las acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de OPA.
- iv. Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas en casos de crisis empresarial. En estos casos, se requiere la autorización de la CNMV o un acuerdo de refinanciación que haya sido homologado judicialmente.
- v. Las adquisiciones gratuitas *mortis causa*, así como las adquisiciones gratuitas *inter vivos* siempre que, en este segundo caso, el adquirente no haya adquirido acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción en los 12 meses anteriores y no medie acuerdo o concierto con el transmitente.
- vi. Cuando el control se haya obtenido mediante una OPA voluntaria que: (i) haya sido formulada a precio equitativo o (ii) que haya sido aceptada por accionistas que representen, al menos, el 50% de las acciones a las que se haya dirigido la oferta.
- vii. En caso de fusiones, cuando un accionista pase a tener más del 30% de los votos de la sociedad cotizada, siempre que no haya votado a favor de la fusión y se justifique un objetivo empresarial o industrial. Es necesario que la CNMV considere que se cumplen estas circunstancias.

Las condiciones en las que se debe llevar a cabo esta OPA obligatoria son:

- i. Precio equitativo<sup>162</sup>: se entiende que el precio es equitativo cuando sea, como mínimo, igual al precio más alto que se haya pagado por el obligado a realizar la oferta o las personas que actúen conjuntamente con él, por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.
- ii. Total: la OPA debe realizarse sobre todas las acciones de la sociedad cotizada, incluyendo las acciones sin voto que en el momento de la oferta tengan derecho de voto, los derechos de suscripción de acciones y las obligaciones convertibles y canjeables.
- iii. La contraprestación puede consistir en dinero o en valores, o en una combinación de ambas, pero debe garantizar la igualdad de trato entre todos los accionistas. En todo caso, se debe ofrecer una contraprestación en dinero equivalente, al menos, al canje ofrecido.

Por último, es importante tener en cuenta las compraventas forzosas que se derivan de las OPAs<sup>163</sup>.

- (b) OPA obligatoria por exclusión<sup>164</sup>: se da este supuesto cuando la entidad emisora apruebe su exclusión de bolsa. De esta manera, se realizará la OPA por la propia sociedad emisora o por un tercero, a un precio aprobado por la CNMV y formulada mediante compraventa, acompañada de un informe que justifique el precio propuesto. No obstante, existen también excepciones a esta OPA obligatoria<sup>165</sup>.

---

<sup>162</sup> Artículo 130 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 y artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>163</sup> Artículo 136 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 y artículos 47 y 48 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>164</sup> Artículo 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>165</sup> Artículo 11 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

- (c) OPA obligatoria por reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias<sup>166</sup>: esta OPA se debe realizar cuando se trate de la operación recogida en los artículos 338-342 de la LSC y afecte a una sociedad cotizada. En este caso, esas acciones que ha adquirido la sociedad se deben amortizar en el mes siguiente.

Por otro lado, también se puede llevar a cabo una OPA voluntaria<sup>167</sup>, que estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las OPAS obligatorias y se podrán realizar por un número de valores inferior al total, siendo así una OPA parcial<sup>168</sup>.

Analizados brevemente los tipos de OPAS que se pueden dar en España, centramos ahora nuestro estudio en su aplicación a las SPAC. Como se ha observado en el Proyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, se establecen algunas especialidades en este tipo de sociedades en el ámbito de las OPAS obligatorias.

En primer lugar, excepciona la obligación de realizar OPA en el caso de que, como consecuencia del DeSPAC o como consecuencia del mecanismo de reembolso, algún accionista supere ese umbral del 30%. Estos casos, además, se aplican automáticamente, sin necesidad de una aprobación o acuerdo precio con la CNMV.

Por otro lado, establece una especialidad en el caso de que la SPAC realizase una reducción de capital como mecanismo de reembolso, mediante la adquisición de sus propias acciones para amortizarlas, donde se recogen las siguientes especialidades:

- (a) El precio de la OPA debe ser equivalente a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta bancaria en el momento del ejercicio del derecho de reembolso.

---

<sup>166</sup> Artículo 12 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>167</sup> Artículo 137 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 y artículo 13 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

<sup>168</sup> Con determinados requisitos recogidos reglamentariamente

- (b) La sociedad puede, en lugar de amortizar esas acciones adquiridas, aprobar su entrega a los accionistas de la sociedad *target* como contraprestación, total o parcial, de la adquisición.
- (c) No existirá derecho de oposición de los acreedores si la sociedad ha limitado sus actividades a la oferta de acciones y a las conducentes al DeSPAC.

Así, observamos como esa exclusión de la Ley de OPAS de la que se ha hablado en la prensa, es matizable. No se trata de una exclusión por completo, sino que se da una regulación específica a este tipo de sociedades para facilitar sus operaciones, puesto que, sin estas especialidades en muchos casos no se podría llevar a cabo las operaciones relacionadas con las SPAC.

A modo de ejemplo, para analizar hasta qué punto es necesario que se eximiese la obligación de OPAS en el ámbito de las SPAC, si analizamos las dos únicas salidas a bolsa mediante este instrumento que han sucedido en España (aunque cotizando en Estados Unidos), observamos que se tendría que llevar a cabo una OPA por superar algunos de sus socios ese umbral del 30%. Tanto en el caso de Wallbox como en el caso de Codere Online, los socios siguen teniendo la mayoría del capital tras el cierre de la operación<sup>169</sup>.

#### 4. TRATAMIENTO FISCAL

Es importante analizar las consecuencias fiscales, puesto que a pesar de que el presente trabajo tiene como objetivo analizar aspectos societarios de las SPAC, es un asunto de gran relevancia, en concreto en el DeSPAC.

En las SPAC, y en concreto en el momento de la combinación de negocios o DeSPAC, aparecen inevitablemente rentas que resultan fiscalmente gravables. No obstante, en fusiones y otras modificaciones estructurales, se incluye en la Ley del Impuesto sobre Sociedades (“LIS”) un régimen tributario especial, conocido como régimen de

---

<sup>169</sup> Casado, R., “El Gobierno exime a las Spac del cumplimiento de la Ley de opas”, *Expansión*, 2022 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2022/09/13/631f64f2e5fdeada368b45b8.html>)

neutralidad fiscal<sup>170</sup>, que consiste en el diferimiento de estas rentas, de manera que no se integran en las bases imponibles de las sociedades implicadas en la fusión.

Para la aplicación de este régimen especial de las fusiones, el artículo 89 de la LIS recoge dos requisitos:

- (a) Que no se indique lo contrario expresamente a través de una comunicación.
- (b) Que la operación se efectúe por motivos económicos válidos. Si la operación tiene la simple finalidad de conseguir una ventaja fiscal, no se aplicará el régimen especial.

Vistos los dos requisitos, cabe plantearse la cuestión de si las operaciones de SPAC tienen motivos económicos válidos. Es decir, si realizar una fusión para comenzar a cotizar es un motivo económico válido. Es una cuestión bastante importante, pues en caso de que no existiese esa neutralidad fiscal, las implicaciones fiscales harían que esta alternativa no fuese competitiva<sup>171</sup>.

Esto hace que nos encontremos en una situación de inseguridad jurídica que requeriría regulación normativa, con el objetivo de hacer atractiva esta alternativa, como sí que se ha hecho con las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMIs)<sup>172</sup>, donde vemos que el artículo 12.3 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, introduce una presunción de motivos económicos válidos para permitir la aplicación de este régimen de neutralidad fiscal.

Es un régimen atractivo, puesto que simplifica mucho los trámites administrativos y se aplaza o difiere el pago de impuestos que, en otro caso, se debería realizar<sup>173</sup>.

---

<sup>170</sup> Debido a que ni se fomentan ni se obstaculizan, con este régimen, dichas operaciones

<sup>171</sup> Martín, P., “La fiscalidad pone en jaque que las SPAC sean viables en España”, *Cinco Días*, 2021 (disponible en [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/05/13/mercados/1620940752\\_855298.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/05/13/mercados/1620940752_855298.html))

<sup>172</sup> *Id.*

<sup>173</sup> Bengochea, J. M.; Carmona, N.; Chacón, D.; De Miguel, M.; Delmas, F.; Juan, A. M<sup>a</sup>.; López-Santacruz, J. A.; Ruiz, L. J.; y Sánchez, F. J.; *Memento Práctico Francis Lefebvre Fiscal*, Lefebvre-El Derecho, 2023

Por otro lado, aunque sea menos relevante que en el IS, conviene estudiar el impacto de estas operaciones en otros impuestos. En primer lugar, en cuanto al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales Onerosas y Actos Jurídicos Documentados, la propia Ley establece que no estarán sujetas a este impuesto, en la modalidad de operaciones societarias, las operaciones de fusión<sup>174</sup>. Estas operaciones estarán exentas también de este impuesto en el resto de modalidades, por expresa determinación de la Ley<sup>175</sup>.

En cuanto al Impuesto sobre el Valor Añadido, lo normal es que estas operaciones no se encuentren sujetas a este impuesto, pues se trata de unidades económicas. En este impuesto, no está sujeta la transmisión de un conjunto de elementos que, formando parte del patrimonio empresarial o profesional del sujeto pasivo, constituyan o sean susceptibles de constituir una unidad económica en el transmitente, capaz de desarrollar una actividad empresarial o profesional por sus propios medios, con independencia del régimen fiscal aplicable en otros impuestos<sup>176</sup>.

Resulta también importante destacar que, en las operaciones de fusión en las que se aplique el régimen especial, no se produce el devengo del Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana. En este caso, en una posible transmisión posterior de los terrenos, se considera que el número de años a lo largo de los cuales se ha producido el incremento de valor, no se interrumpe por la fusión, resultando así en un tratamiento neutral de estas operaciones también en este impuesto<sup>177</sup>.

---

<sup>174</sup> Artículo 21 del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados

<sup>175</sup> Artículo 45.I.B).10 del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados

<sup>176</sup> Artículo 7.1º de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido

<sup>177</sup> Disposición Adicional Segunda de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades

## CAPITULO V. CONCLUSIONES

Las SPAC son sociedades muy dinámicas, que se adaptan a las circunstancias del mercado y a los cambios regulatorios que se producen a su alrededor. Es más, como hemos visto en su evolución, las SPAC “modernas” nacen con el objetivo de tratar de eludir la aplicación de la *Rule 419* aprobada por la SEC.

Además de las ventajas económicas que se derivan del uso de esta figura para cada actor involucrado en la operación, encontramos ciertas ventajas o justificaciones jurídicas que explican el triunfo de las SPAC. La primera de ellas es el “arbitraje regulatorio” que permite la cotización de las sociedades con menos obstáculos o requerimientos de información que si se optase por una OPV/OPS. La segunda es ese derecho de reembolso o separación que tienen los accionistas, pues hace que se puedan realizar inversiones sin un riesgo demasiado elevado, permitiendo así la bursatilización de la economía y la reducción de la dependencia de la financiación bancaria.

No obstante, el legislador siempre trata, y más en este último periodo de expansión de las SPAC, de aumentar la legislación relacionada con la protección al inversor, incrementando los requisitos de información. Como hemos visto, tanto en Estados Unidos con el “puerto seguro”, como las recomendaciones de la ESMA, son tendentes a aumentar la información disponible al inversor.

Resulta interesante regular esta herramienta, pues supone una alternativa a la cotización de sociedades que puede ser atractiva. La entrada de las SPAC en el mercado supone, en primer lugar, el aumento del poder de las sociedades *target* al aumentar las vías que tiene de salida a bolsa (*Triple Track*). Por otro lado, supone tanto una oportunidad como una amenaza, pues, por una parte, las *targets* de calidad se convertirán en un bien cada vez máspreciado, pero, por otra parte, se pueden incluir estas sociedades entre las alternativas del sector del capital riesgo.

En cuanto a la legislación societaria aplicable en España, no parece que haya inconveniente en admitir la operativa de estas sociedades incluso sin una regulación específica. Aun así, con la regulación que se está tramitando, se resuelven algunos de los problemas relacionados con el uso de SPAC en España, entre los que destacamos:

- (a) La resolución de algunos de los problemas relativos a la emisión de acciones rescatables, en concreto con las limitaciones establecidas en los artículos 500 y 501 de la LSC; o la reducción de capital con una OPA, permitiendo entregar las acciones como contraprestación en el DeSPAC y no amortizarlas como exige el artículo 342 de la LSC, además de limitar el derecho de oposición de los acreedores recogido en los artículos 334-337 de la LSC. Estos eran aspectos que obstaculizaban la utilización de la figura, otorgando una regulación específica en el caso de las SPAC.
- (b) Se incluye un régimen específico para las SPAC en materia de OPAs obligatorias por toma de control recogido en el artículo 4 de la Ley de OPAs, pues la práctica de mercado hace suponer que se tendrían que llevar a cabo estas OPAs en muchos casos, por lo que, con las excepciones introducidas, se favorece también el uso de las SPAC.

Por otro lado, sí que encontramos algunos aspectos que podrían resultar interesantes de regular. El primero de ellos, creo que debería ser el régimen fiscal aplicable a la figura, pues, pese a que los modos de combinación de negocios no aportan nada novedoso al ordenamiento jurídico, sí que podría especificarse la aplicación del régimen especial de las fusiones y adquisiciones, o una normativa específica como sí que se ha hecho en el caso de las SOCIMIs y la presunción establecida en el artículo 12.3 de la Ley de SOCIMIs de que existen motivos económicos válidos en sus operaciones, pues estos se requieren para la aplicación del régimen de neutralidad fiscal en el artículo 89.2 de la LIS.

El otro aspecto que, en mi opinión podría resultar interesante regular es el incentivo del promotor, pues, aunque parece que no habría problema en articularlo a través de acciones privilegiadas, no estaría de más otorgar algo más de seguridad jurídica a un aspecto tan importante dentro de las SPAC como es este.

En definitiva, podemos extraer algunas ideas del trabajo. La primera es que la regulación de las SPAC se justifica por su dinamismo, pues a pesar de su situación actual, la historia nos muestra que suponen una alternativa que permite la bursatilización de la economía y la reducción de la dependencia de los créditos bancarios. La segunda es que, a pesar de

llegar relativamente tarde a la regulación de la figura, ha servido para aprender correctamente el funcionamiento de las SPAC en otros ordenamientos jurídicos y, con ello, dar una regulación jurídica más eficiente, a pesar de dejar el régimen fiscal y el incentivo del espónsor sin una regulación que quizás sí que la requiera, además de eventuales problemas que puedan surgir en su aplicación concreta.

## CAPÍTULO VI. BIBLIOGRAFÍA

### 1. LEGISLACIÓN

Directiva 2014/65/UE (MiFID II) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE

IFRS Foundation, *Norma Internacional de Información Financiera 3*, 2020 (disponible en <https://www.icac.gob.es/node/712>)

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 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las sociedades mercantiles.

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.

Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.

Proyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, Ministerio de Economía, septiembre de 2022.

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

Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, 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 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

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

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

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

Reglamento Delegado (UE) 2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo de 2019, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga el Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión.

## 2. OBRAS DOCTRINALES

Alcalá, M. A., “Las SPAC: La alternativa de financiación a través del mercado” en Cabañete, R. (coord.) *Derecho de Sociedades, Concursal y Mercados Financieros*, Sepin, 2022

- Alfaro, J., “Cascarones, cascarones, cascarones”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2021/04/cascarones-cascarones-cascarones.html>)
- Alfaro, J., “Conflictos de interés en los consejeros de las SPAC”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2021/06/conflicto-de-interes-de-los-consejeros.html>)
- Alfaro, J., “SPAC Special purpose acquisition companies o sociedad cotizada constituida para adquisiciones”, *Almacén de Derecho*, 2021 (disponible en <https://derechomercantilesmana.blogspot.com/2021/01/spac-special-purpose-acquisition.html>)
- Barth, J. R.; Gu, M.; Liu, J.; “SPACs: An overview and assessment of returns”, *American Journal of Economics and Sociology*, 2023 (disponible en <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/ajes.12498>)
- Bengochea, J. M.; Carmona, N.; Chacón, D.; De Miguel, M.; Delmas, F.; Juan, A. M<sup>a</sup>.; López-Santacruz, J. A.; Ruiz, L. J.; y Sánchez, F. J.; *Memento Práctico Francis Lefebvre Fiscal*, Lefebvre-El Derecho, 2023
- Conde, V., y Miranda, D., “Viabilidad de las SPACs bajo derecho español”, *Revista Española de Capital Riesgo*, vol. 17, n. 1, 2022, pp. 05-18.
- Crenshaw, C. A., “Statement on the SPACs proposal”, *SEC*, 2022 (disponible en <https://www.sec.gov/news/statement/crenshaw-spac-20220330>)
- Damodaran, A., “The Rise of SPACs: IPO Disruptors or Blank Check Distortions?”, *Musing on Markets*, 2021 (disponible en <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2021/06/the-rise-of-spacs-ipo-disruptors-or.html>)
- de Fuenmayor, C., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC)”, *Instituto de Estudios Financieros*, n. 54, 2021 (disponible en <https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2021/11/NT-54-SPAC-v1.pdf>)

- de Vicente, M., “La financiación empresarial mediante la salida a la bolsa: ventajas e inconvenientes”, *Revista de Fomento Social*, 2007 (disponible en <https://archivoteologicogranadino.uoyola.es/rfs/article/view/2193>)
- Fagan, F., y Levmore, S., “SPACs, PIPEs, and Common Investors”, *Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics*, No. 954, 2022 (disponible en [https://chicagounbound.uchicago.edu/law\\_and\\_economics/967/](https://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/967/))
- Fernández Torres, I., “SPACs: ¿Es oro todo lo que reluce?”, *Diálogos jurídicos*, vol. 7, pp. 133-150, 2022 (disponible en <https://reunido.uniovi.es/index.php/dj/article/view/18554>)
- Fernández Torres, I., “SPACs: incentivos perversos y conflictos de interés” *Global Politics and Law*, 2021 (disponible en <https://globalpoliticsandlaw.com/blog/2021/09/01/spacs/>)
- Fernández Torres, I., “Special Purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, vol. 40, n. 163, 2021, pp. 91-156.
- Gahng, M.; Ritter, J. R.; y Zhang, D.; *SPACs*, 2021 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3775847](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3775847))
- Greenspan, R., *Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC*, 2021 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3832710](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832710))
- Halbhuber, H. “How to Regulate de-SPACs as IPOs”, 2021 (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/12/how-to-regulate-de-spacs-as-ipos/>)
- Heymann, D. K., “From Blank Check to SPAC: The Regulator’s Response to the Market, and the Market’s Response to the Regulation”, *Entrepreneurial Bus. L.J.*, 2007 (disponible en [https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ\\_V2N1\\_531.pdf?sequence=1](https://kb.osu.edu/bitstream/handle/1811/78301/OSBLJ_V2N1_531.pdf?sequence=1))

- Klausner, M. D.; Ohlrogge, M.; y Ruan, E.; “A Sober Look at SPACs”, *Yale Journal on Regulation*, vol. 39, no. 1, 2020 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3720919](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919))
- Layne, R., y Lenahan, B., “Special Purpose Acquisition Company: An Introduction”, 2018 (disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>)
- Lewellen, S. M., *SPACs as an Asset Class*, 2009 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1284999](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284999))
- Martínez-Pardo, R.; Zapata, F. J.; Hernández, G.; *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2022)*, Instituto Español de Analistas Financieros-Fundación de Estudios Financieros, 2022 (disponible en <https://www.bolsasymercados.es/docs/BME/docsSubidos/IEAF-FEF-Observatorio-sobre-reforma-mercados-financieros-europeos-2022.pdf>)
- Mascareñas, J., “Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición”, *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*, 2021 (disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3824785](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3824785))
- Newman, N. F., y Trautman, L. J., “Special Purpose Acquisition Companies (SPACS) and the SEC”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2021 (disponible en <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/upjle124&div=19&id=&page=9>)
- Pittenger, M. A., y Grisin, C. M., “When SPACs Attack: The Role of Special Purpose Acquisition Companies in the M&A Market”, *Deal Points: The Newsletter of the Committee on Negotiated Acquisitions*, 2007 (disponible en [https://www.potteranderson.com/media/publication/164\\_Deal\\_20Points\\_20-20Fall\\_202007\\_20issue\\_20SPAC\\_20article.pdf](https://www.potteranderson.com/media/publication/164_Deal_20Points_20-20Fall_202007_20issue_20SPAC_20article.pdf))
- Reddy, B. V., “Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street”, *Journal of Corporate Law*

*Studies*, vol. 22, n. 1, pp. 1-44, 2022 (disponible en <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/14735970.2022.2036413>)

Reinhardt, L., y Dorris, B., “SPACs: Why PIPE investments play a key role”, *Indian Business Law Journal*, 2021 (disponible en <https://law.asia/spacs-why-pipe-investments-play-a-key-role/>)

Riemer, D. S., “Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux”, *Wash U.L. Rev.*, 2007 (disponible en <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/article/id/6685/download/pdf/>)

Rodrigues, U., y Stegemoller, M., “Exit, voice, and reputation: the evolution of SPACs”, *Del. J. Corp. L.*, 2012 (disponible en [https://digitalcommons.law.uga.edu/fac\\_artchop/923/](https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/923/))

Vives Ruiz, F., *Derecho de Sociedades*, 2022

### 3. RECURSOS DE INTERNET

Aliaj, O.; Indap, S.; y Kruppa, M.; “Can SPACs shake off their bad reputation?”, *Financial Times*, 2020 (disponible en <https://www.ft.com/content/6eb655a2-21f5-4313-b287-964a63dd88b3>)

Bain & Company, “Global Private Equity Report 2021”, 2021 (disponible en [https://www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain\\_report\\_2021-global-private-equity-report.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain_report_2021-global-private-equity-report.pdf))

Bain & Company, “Global Private Equity Report 2022”, 2022 (disponible en [https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain\\_report\\_global-private-equity-report-2022.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global-private-equity-report-2022.pdf))

Bain & Company, “SPACs: Trapping an Evolving Opportunity”, *Bain’s 2021 Global Private Equity Report*, 2021 (disponible en <https://www.bain.com/insights/spacs-global-private-equity-report-2021/>)

Blanco, Á., “SPAC, adaptación del mercado financiero a la nueva realidad económica”, *El Confidencial*, 2021 (disponible en

[https://blogs.elconfidencial.com/mercados/vision-alternativa/2021-04-12/spac-adaptacion-mercado-financiero-realidad\\_3029475/](https://blogs.elconfidencial.com/mercados/vision-alternativa/2021-04-12/spac-adaptacion-mercado-financiero-realidad_3029475/))

Braeutigam, W.; Menghi, J.; y Malmberg, D.; “What the SPAC revolution means for private equity firms”, *Deloitte*, 2021 (disponible en <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/audit/articles/spac-private-equity.html>)

Brown, W., y Witte, P., “How the SPAC shockwave will shake private equity”, *EY*, 2021 (disponible en [https://www.ey.com/en\\_gl/private-equity/how-the-spac-shockwave-will-shake-private-equity](https://www.ey.com/en_gl/private-equity/how-the-spac-shockwave-will-shake-private-equity))

Casado, R., “El Gobierno exime a las Spac del cumplimiento de la Ley de opas”, *Expansión*, 2022 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2022/09/13/631f64f2e5fdeada368b45b8.html>)

Casado, R., “La agonía de las ‘Spac españolas’; Montes pide 6 meses más para Springwater y AZ Capital se queda sin 125 millones”, *Expansión*, 2023 (disponible en <https://www.expansion.com/empresas/2023/01/23/63cee441e5fdea694a8b45d2.html>)

Chong, Y. C.; Deiner, G.; Epstein, A.; Juette, J.; Lemaster, J.; Liu, F.; Mount, M.; Thio, J.; Warner, M.; White, Y.; y Yuling, G; “Guide to Special Purpose Acquisition Companies”, *Clifford Chance*, 2021 (disponible en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>)

Cid, G., “Un ‘cheque en blanco’ para las ‘startup tech’: por qué ahora todas sueñan con una SPAC”, *El Confidencial*, 2021 (disponible en [https://www.elconfidencial.com/tecnologia/2021-04-03/spac-salida-mercado-startups-tecnologicas-peligro\\_3012367/](https://www.elconfidencial.com/tecnologia/2021-04-03/spac-salida-mercado-startups-tecnologicas-peligro_3012367/))

Civi, H., y Anani, K., “Why SPAC success requires a deeper look into target companies’ readiness”, *EY*, 2021 (disponible en [https://www.ey.com/en\\_us/ipo/spac-target-company-readiness](https://www.ey.com/en_us/ipo/spac-target-company-readiness))

- CNMV, “Las OPAS. Qué son y cómo actuar”, *Fichas del inversor*, 2009 (disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO\\_OPA.PDF](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF))
- CNMV, *Boletín de la CNMV: Trimestre III 2021*, 2021 (disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin\\_III\\_2021.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2021.pdf))
- Coates, J., “SPACs, IPOs and Liability Risk under the Securities Law”, *SEC*, 2021 (disponible en <https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>)
- Coates, J., y Munter, P., “Staff Statement on Accounting and Reporting Considerations for Warrants Issued by Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”)”, *SEC*, 2021 (disponible en <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>)
- Crenshaw, C. A., “Statement on the SPACs proposal”, *SEC*, 2022 (disponible en <https://www.sec.gov/news/statement/crenshaw-spac-20220330>)
- Doctor, K., y Pinto, E., “US Special Purpose Acquisition Companies: Market 2020 Review”, *Aranca*, 2021 (disponible en [https://www.aranca.com/assets/uploads/resources/special-reports/US\\_Special\\_Purpose\\_Acquisition\\_Companies\\_Market-2020-Review.pdf](https://www.aranca.com/assets/uploads/resources/special-reports/US_Special_Purpose_Acquisition_Companies_Market-2020-Review.pdf))
- European Securities and Markets Authority (ESMA), “SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations”, *Public statement*, 2021 (disponible en [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209\\_esma\\_public\\_statement\\_spacs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf))
- Financial Conduct Authority (FCA), “Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules”, *Policy Statement*, 2021 (disponible en <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>)
- Grupo Armanext, “Las Spanish SPACs: retos y oportunidades”, *Armanext*, 2021 (disponible en <https://armanext.com/las-spanish-spac-retos-y-oportunidades>)

- Guerricagoitia, L., y Lecha, V., “El ensueño de las salidas a bolsa”, *Estrategias de inversión*, 2022 (disponible en <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/el-ensueno-de-las-salidas-a-bolsa-n-548223>)
- Hammond, A., y Rubinstein, J. L., “SPACs struggle amid regulatory uncertainty and volatile markets”, *White & Case*, 2023 (disponible en <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/us-ma-fy-2022-spacs-struggle-regulatory>)
- Lamont, D., “Los pros, los contras y los incentivos detrás de la locura por las SPAC que arrasa en los mercados”, *Schroders*, 2021 (disponible en <https://www.schroders.com/es-es/es/inversores-profesionales/visión-de-mercado/los-pros-los-contras-y-los-incentivos-detras-de-la-locura-por-las-spac-que-arrasa-en-los-mercados/>)
- Larrouy, D., “Auge y caída de las SPAC, el vehículo de inversión que atrajo a ricos y famosos”, *El Diario*, 2022 (disponible en [https://www.eldiario.es/economia/auge-caida-spac-vehiculo-inversion-atrajo-ricos-famosos\\_1\\_8969010.html](https://www.eldiario.es/economia/auge-caida-spac-vehiculo-inversion-atrajo-ricos-famosos_1_8969010.html))
- Levine, M., “Maybe SPACs are really IPOs”, *Bloomberg*, 2021 (disponible en <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-04-12/maybe-spacs-are-really-ipos?leadSource=verify%20wall>)
- Levitt, M.; Tiger, P.; Fain, S. L.; Jacob, V. F.; Klingsberg, E.; Basham, A. M.; Marcogliese, P. L.; Austin, M.; Cooper, K.; Godwin, T.; Gleske, C.; Pachinger, S.; Benzing, M.; Zapf, C.; Smit, D.; y de Vooght, L.; “Update: SPAC Momentum Continues in Europe with Further Listings in Amsterdam and Frankfurt and Reform in London”, *Freshfields*, 2021 (disponible en <https://www.freshfields.com/en-gb/our-thinking/knowledge/briefing/2021/09/spac-momentum-continues-in-europe-with-further-listings-in-amsterdam-and-frankfurt-and-reform-in-london/>)

- Lloyd, M., y Fernández Landa, C., “Tendencias globales de la industria de M&A: previsiones para 2023”, *PWC*, 2023 (disponible en <https://www.pwc.es/es/deals/tendencias-globales-industria-ma-2023.html>)
- Mackintosh, P., “A Record Pace for SPACs in 2021”, *NASDAQ*, 2022 (disponible en <https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021>)
- Martín, P., “La fiscalidad pone en jaque que las SPAC sean viables en España”, *Cinco Días*, 2021 (disponible en [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/05/13/mercados/1620940752\\_855298.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2021/05/13/mercados/1620940752_855298.html))
- Novick, J., “El fin de las SPAC y de las compañías que no deberían haber llegado a estar cotizadas”, *Expansión*, 2022 (disponible en <https://www.expansion.com/opinion/2022/03/22/6239b450e5fdead5208b4634.html>)
- Robb, G., “Fraud Cited in Penny Stocks”, *New York Times*, 1989 (disponible en <https://www.nytimes.com/1989/09/07/business/fraud-cited-in-penny-stocks.html>)
- Romeu, J. L., “Las SPAC en el mercado español”, *El Economista*, 2021 (disponible en <https://revistas.economista.es/capital-privado/2021/febrero/las-spac-en-el-mercado-espanol-IB6506486>)
- Rubinstein, J. L.; Rochwarger, J. P.; Smith, E. M.; Nussen, D.; Ross, S. E.; Deutsch, R. E.; Coppotelli, J.; Bae, A. Y.; Leon, J. M.; Chung, J.; Herrick, D.; y Klitzman, C.; “SEC Proposes Rules to Regulate SPACs”, *White & Case*, 2022 (disponible en <https://www.whitecase.com/insight-alert/sec-proposes-rules-regulate-spacs>)
- Salces, L., “Las SPAC pinchan y comienzan a realizar reembolsos a sus inversores”, *Cinco Días*, 2022 (disponible en [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/09/06/mercados/1662484926\\_561436.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/09/06/mercados/1662484926_561436.html))

Sen, A.; Prentice, C.; y Hu, K; “EXCLUSIVE U.S. SEC cracks down a second time on SPAC equity accounting treatment – sources”, *Reuters*, 2021 (disponible en <https://www.reuters.com/business/finance/exclusive-us-sec-cracks-down-second-time-spac-equity-accounting-treatment-2021-09-28/>)

## ANEXOS

### 1. ANEXO 1: REDACCIÓN DEL PROYECTO DE LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES Y SERVICIOS DE INVERSIÓN

#### CAPÍTULO VIII BIS

##### Especialidades de las Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición

###### Artículo 535 bis. Sociedad cotizada con propósito para la adquisición.

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.
2. 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.
3. Las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición deberán incluir en la denominación social la indicación «Sociedad cotizada con Propósito para la Adquisición», o su abreviatura, “SPAC, S.A.”, hasta que se formalice la adquisición que sea aprobada.
4. Los estatutos sociales de la sociedad cotizada con propósito para la adquisición deberán contemplar un plazo de 36 meses como máximo para la formalización del acuerdo de adquisición. Este plazo podrá ser ampliado, hasta un máximo de 18 meses adicionales, mediante decisión de la Junta General de Accionistas con los mismos requisitos exigibles a una modificación estatutaria.

5. Las especialidades previstas en este Capítulo se aplicarán también a las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición que tengan valores admitidos a negociación en sistemas multilaterales de negociación.

6. Dejarán de aplicarse las especialidades del presente capítulo una vez formalizada la adquisición o inscrita la fusión.

Artículo 535 ter. Mecanismos de reembolso de los accionistas.

1. Las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición deberán incorporar al menos uno de los siguientes mecanismos de reembolso de los accionistas, salvo que se comprometan a realizar la reducción de capital social prevista en el apartado 3:

a) La introducción de un derecho estatutario de separación una vez que la sociedad cotizada con propósito para la adquisición anuncie la adquisición o fusión proyectada, con independencia del sentido del voto del accionista en la junta correspondiente y sin que resulte de aplicación lo dispuesto en el artículo 346.1 a) de la ley.

b) La emisión de acciones rescatables, sin que resulte de aplicación el límite máximo y las previsiones establecidas, respectivamente, en el artículo 500 y 501 de la ley. El rescate se podrá ejercer en el plazo que prevea la sociedad, a solicitud de los accionistas que lo fueran en la fecha establecido al efecto, hayan votado o no a favor de la propuesta de adquisición.

2. El valor de reembolso de las acciones, ya se configure como derecho de separación o como acciones rescatables, será la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria a la que se refiere el apartado 2 del artículo anterior.

3. 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 3.

Artículo 535 quáter. Especialidades de las sociedades cotizadas con propósito especial para la adquisición en relación con las ofertas públicas de adquisición.

1. Si, como consecuencia de la adquisición aprobada, algún accionista alcanza, directa o indirectamente, una participación de control de la sociedad resultante, tal y como este se define en el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición, dicho accionista estará exceptuado de la obligación de formular una oferta pública de adquisición.

2. Si, como consecuencia del mecanismo de reembolso que se configure, algún accionista de la sociedad cotizada con propósito para la adquisición alcanza directa o indirectamente una participación de control de dicha sociedad, tal y como se define en el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, dicho accionista estará exceptuado de la obligación de formular una oferta pública de adquisición.

3. Si la sociedad cotizada con propósito especial para la adquisición llevase a cabo, como mecanismo de reembolso, una reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su amortización, la oferta a la que hacen referencia los artículos 338 de la presente ley y 12 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio incluirá las siguientes previsiones:

a) El precio de la oferta pública de adquisición será el importe equivalente a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria a la que se refiere el apartado 2 del artículo 535 bis anterior en el momento del ejercicio del derecho de reembolso.

b) La sociedad podrá, en lugar de amortizar las acciones adquiridas, aprobar su entrega en canje a los accionistas de la sociedad adquirida como contraprestación total o parcial de la adquisición.

c) Siempre que la sociedad haya limitado sus actividades a la oferta de acciones y las conducentes a la adquisición o fusión según se prevé en el artículo 535 bis, no existirá derecho de oposición de acreedores.

Este apartado será de aplicación exclusivamente a las reducciones de capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su amortización llevadas a cabo como mecanismo de reembolso de los accionistas antes o en el marco de la adquisición o fusión.

4. Las excepciones de los apartados 1 y 2 anteriores se aplicarán automáticamente y no requerirán un acuerdo al efecto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 535 quinquies. Otras especialidades de las sociedades cotizadas con propósito especial para la adquisición.

1. No será de aplicación a las sociedades cotizadas con propósito especial para la adquisición el límite máximo de la autocartera contemplado en el artículo 509 de esta ley, siempre que la adquisición de acciones propias por la sociedad se lleve a cabo como mecanismo de reembolso de los accionistas una vez determinada la sociedad a adquirir, en los términos previstos en el artículo 535 quáter 3.

2. En las operaciones de fusión en las que resulten de aplicación las excepciones a la obligación de publicar un folleto contempladas en el apartado 4, letra g), y en el apartado 5, letra f) del 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, la CNMV, atendiendo a la naturaleza y complejidad de la operación, podrá exigir su elaboración”.