



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**Las SPACs: su auge, características y encaje
en la regulación española**

Autor: Álvaro de Artiñano Gutiérrez

5º E-3 Analytics

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

Madrid

Junio 2021

Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar la figura de las Special Purpose Acquisition Companies, tratando de entender las razones que han hecho que este vehículo haya disrumpido el mercado de las salidas a bolsa. Será en particular de interés el análisis del entorno macroeconómico que ha propiciado la irrupción de las SPACs.

El análisis se centrará igualmente en los modelos jurídicos que asumen las SPACs, al igual que en el estudio de la legislación comparada con respecto a la materia, con un especial énfasis en el caso de Estados Unidos. Finalmente, se estudiará el encaje de las SPACs en el marco jurídico español al igual que los recientes cambios y tendencias legislativas en la materia en relación con la necesidad de transparencia por parte de los gestores de la SPAC.

Palabras clave: SPAC, sociedades cotizadas con propósito para la adquisición, salida a bolsa, OPV, regulación comparada, financiación de empresas, mercados de capitales

Abstract

The main objective of this paper is to analyze the Special Purpose Acquisition Companies phenomenon while diving into the deeper reasons why and how such a disruptive figure has taken the IPO markets by storm in the past few years. Studying which have been the propitious economic conditions that have made SPACs thrive in the recent years will also be a key element of investigation.

The analysis will also focus on the key characteristics and functioning of SPACs and on the study of the comparative law surrounding the subject, with a special emphasis on the United States and its influence. Finally, this work will investigate how SPACs could fit in the current Spanish regulatory system and what are the most recent trends regarding this theme, mainly focusing on the required transparency from the sponsors of the SPAC.

Key words: SPAC, IPOs, company financing, equity capital markets

Índice

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN A LAS SPAC	7
1.1 SENTIDO ECONÓMICO DE LAS SALIDAS A BOLSA Y SUS DISTINTAS OPCIONES	7
1.1.1 <i>Oferta pública de venta y de suscripción</i>	7
1.1.2 <i>Cotización directa - direct listing</i>	8
1.2 LA FIGURA DE LAS SPACS.....	9
1.2.1 <i>Descripción de las SPAC</i>	9
1.2.2 <i>Desde las empresas de cheque en blanco a las SPACs</i>	9
1.2.3 <i>Volumen y causas del apogeo de las SPAC</i>	11
1.3 IMPLICACIONES DE LAS SALIDAS A BOLSA A TRAVÉS DE SPACS.....	15
1.3.1 <i>Estructura, ciclo de vida y costes</i>	15
1.3.2 <i>Partes implicadas</i>	18
CAPÍTULO 2. REGULACIÓN INTERNACIONAL	21
2.1 ESTADOS UNIDOS	21
2.1.1 <i>Regulación actual en Estados Unidos</i>	21
2.1.2 <i>Nuevas tendencias regulatorias estadounidenses</i>	22
2.2 REINO UNIDO.....	24
2.3 ALEMANIA.....	25
2.4 PAÍSES BAJOS	26
CAPÍTULO 3. LA CABIDA DE LAS SPACS EN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA.	27
3.1 ANÁLISIS E IDONEIDAD DEL ANTEPROYECTO DE LEY DEL MERCADO DE VALORES Y DE LOS SERVICIOS DE INVERSIÓN	27
3.1.1 <i>Alcance y definición de las SPACs en el Anteproyecto de Ley</i>	27
3.1.2 <i>Mecanismo de protección de los fondos captados por la SPAC</i>	28
3.1.3 <i>Forma de reembolso a los accionistas de la SPAC</i>	28
3.2 OTRAS MEDIDAS Y PROPUESTAS REGULATORIAS RELEVANTES	33
3.2.1 <i>Aproximaciones regulatorias de la CNMV a las SPACs en España</i>	34
3.2.2 <i>Propuestas de la ESMA con respecto a los folletos de emisión de las SPACs</i>	35

CAPÍTULO 4. PROBLEMAS MORALES, DESAFÍOS REGULATORIOS Y CONSIDERACIONES ADICIONALES.....	38
4.1 CUESTIONES MORALES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SPONSORS.....	38
4.2 CONFLICTOS DE INTERESES. ESTUDIO DE LOS RETORNOS DE LOS SPONSORS.....	38
4.3 SOLUCIONES PROPUESTAS Y MEDIDAS PROTECTORAS DEL ACCIONISTA PARTICULAR.....	39
4.4 CONSIDERACIONES ADICIONALES, LA FISCALIDAD DE LAS SPAC.....	39
CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES DEL ESTUDIO.....	41
5.1 CONCLUSIONES.....	41
CAPÍTULO 6. BIBLIOGRAFÍA.....	42

Capítulo 1. Introducción a las SPAC

1.1 Sentido económico de las salidas a bolsa y sus distintas opciones

La financiación de las empresas es un campo tremendamente complejo y amplio. Existen numerosas formas de financiación, cada una con sus ventajas y sus inconvenientes. De forma simplificada, se podría clasificar la financiación en dos grupos; aquella cuya proveniencia es externa a las operaciones de la empresa, y aquella que se produce como resultado de la actividad económica de la empresa. Dentro de la financiación externa hay superficialmente dos opciones¹, aumentar la caja de la empresa a través de la emisión de deuda, o hacerlo mediante la entrada en el capital social de la empresa de nuevos accionistas. Es esta segunda forma de financiación, a través del *equity*, la que es de interés para el análisis de las SPAC.

Hay igualmente numerosas formas de financiarse a través de la negociación del capital social de una empresa, como lo son las fusiones y adquisiciones tradicionales, las salidas a bolsa de las acciones, las ampliaciones de capital o la fusión con una SPAC.

1.1.1 Oferta pública de venta y de suscripción

La forma tradicional de captar fondos a través de la negociación del capital social de la empresa han sido las salidas a bolsa. En estos casos, las empresas en busca de fondos, o sus socios dispuestos a capitalizar sus participaciones, deciden salir a bolsa. El primer paso tradicionalmente suele ser la elección de un banco de inversión que se encarga de organizar el proceso y garantizar la obtención de fondos en caso de actuar como *underwriter*. Este proceso tiene ciertas limitaciones, como lo son su larga duración, los requerimientos regulatorios de información, o la incertidumbre en cuanto a la valoración que realizará el mercado sobre la empresa².

En el caso de las ofertas públicas de venta, el capital social no varía, sino que uno o varios accionistas ofrecen al mercado sus acciones. De esta forma, acciones ya existentes cambian de tenedor³.

¹ Existen además opciones diferentes, pero el estudio de métodos alternativos de financiación, como lo serían formas híbridas de deuda, excede el objeto de este trabajo.

² (Damodaran, Interest Rates, Earning Growth and Equity Value: Investment Implications, 2021).

³ (Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Lo explicado en el punto anterior en relación con el proceso de las ofertas públicas de venta es también de aplicación al supuesto de las ofertas públicas de suscripción. La diferencia radica en que en la oferta pública de suscripción se emiten acciones nuevas, de manera que se realiza simultáneamente a la salida a bolsa, una ampliación de capital.

Los Mercados de Valores se regulan en el Real Decreto Legislativo 4/2015 del 23 de octubre y en el Reglamento 2017/1129 del 17 de junio de sobre los folletos de emisión que deben publicarse en las salidas a bolsa. Igualmente son de aplicación directa a España los Reglamentos de la Comisión 2021/528, 2019/979 y 2019/980⁴. En cuanto al órgano regulador de los mercados de valores, es la Comisión Nacional del Mercado de Valores el que se encarga de verificar el cumplimiento de los requisitos regulatorios de las salidas a bolsa.

Los requerimientos para salir a bolsa incluyen la necesidad de distribuir entre el público al menos el 25% del capital escriturado, asegurarse que los niveles de liquidez y difusión de las acciones sean suficientes⁵. Igualmente se requiere un valor de mercado mínimo de 6 millones de euros para ser admitido a cotización en bolsa. Finalmente se requiere un capital mínimo de 1,202,025 €, sin contar participaciones mayores o iguales al 25%⁶.

1.1.2 Cotización directa - *direct listing*

Otra opción para salir a bolsa es la cotización directa de las acciones de la empresa en la bolsa. Mediante este método, la empresa no tiene la necesidad de realizar una oferta pública de venta de sus acciones, ni de ampliar su capital y ofrecerlo al público. Esta opción está disponible para las empresas que de por sí cumplen con los requerimientos legales de cotización en bolsa española.

En cuanto a la viabilidad de esta opción, sigue teniendo una serie de limitaciones, como lo son la necesidad de publicación de un folleto de emisión, con toda la publicación de información que ello implica, la duración del proceso y la necesidad de la aprobación de la CNMV.

⁴ (Ventoso & Rubio, 2021).

⁵ En el Boletín de la CNMV del Trimestre III 2021 se explica que puede presumirse con carácter general que dichos niveles de difusión se alcanzan con al menos 50 inversores y 50 millones de euros de capitalización.

⁶ (Bolsas y Mercados Españoles).

1.2 La figura de las SPACs

1.2.1 Descripción de las SPAC

Además de estas alternativas, existe la opción de salir a bolsa de manera indirecta a través de la fusión con una empresa ya cotizada. Este es el método mediante el cual se logra salir a bolsa con la ayuda de una SPAC.

Una SPAC es una empresa cotizada sin ninguna actividad económica más allá de la búsqueda de la realización de una combinación de negocio con una empresa objetivo (*target*) (Fernández Torres, 2021). Se define, en este sentido, como empresa cotizada con propósito para la adquisición.

1.2.2 Desde las empresas de cheque en blanco a las SPACs

Los orígenes de las SPAC radican en las conocidas como “compañías de cheque en blanco”, que proliferaron en EEUU durante la década de 1980. Hay diferencias significativas en la configuración de ambas construcciones empresariales, sin embargo ambas se pueden identificar primordialmente con el ser empresas sin actividad operativa y cuya única vocación es la realización de una combinación de negocio. Para lograr esto, estos vehículos se valen de la captación de fondos de los inversores, junto las aportaciones de los *sponsors* y las inversiones de los inversores PIPE⁷.

La forma en que se materializaban las empresas de cheque en blanco las hacía enmarcarse en el conjunto de *penny stocks*, que entre otras características, se refieren a la empresas que cotizan con un precio por acción inferior a los 5\$. Durante la década de 1980, en Estados Unidos, este tipo de vehículo de inversión logró un gran éxito, suponiendo aproximadamente un 70% de todas las *penny stocks* sacadas a bolsa durante 1988 y 1989 (Greenspan, 2021). En cuanto al número total de SPACs, entre 1987 y 1990 hubo aproximadamente 2.700 salidas a bolsa de empresas de cheque en blanco (Heyman, 2007).

Sin embargo, este auge vino también acompañado de numerosos problemas y litigios (Heyman, 2007). De acuerdo con datos de la SEC, en 1988 el 12.5% de los litigios entre *brokers* y *dealers* estaba relacionado con empresas calificadas como *penny stocks*. Este dato es aún más llamativo

⁷ Private Investor in Public Equity.

si consideramos que en 1989, este número había aumentado al 22% pese a representar los brokers en *penny stocks* tan solo un 5% del total de *brokers* registrados en Estados Unidos.

La North American Security Administrators Association cuantifica las pérdidas de inversores por fraudes tras la participación en *penny stocks* en \$2,000 MM al año. Como respuesta al incremento de fraudes en relación con las *penny stocks* en general, y a las empresas de cheque en blanco en particular, hacia el año 1990 treinta y seis estados de Estados Unidos habían prohibido completamente o restringido sustancialmente la existencia de empresas de cheque en blanco (Heyman, 2007).

Como reacción a todo lo anterior, el Congreso aprobó la Penny Stock Reform Act (PSRA) en 1990. Esta nueva regulación no prohibía las salidas a mercado de empresas de cheque en blanco, pero sí que las dificultaba (Greenspan, 2021). En particular es de interés una enmienda realizada a la sección séptima del Securities Act, que se tradujo en la Rule 419 de la SEC. A su vez nos es importante la definición que introduce la PSRA sobre qué ha de entenderse como *penny stock*.

De acuerdo con la SEC en § 3(a)(51), para ser considerada *penny stock*, en un valor debían concurrir, entre otras, una serie de características: i) no cotizar en un mercado nacional, ii) tener un precio por acción de menos de \$4, iii) no alcanzar un patrimonio neto contable de más de \$5 MM y iv) tener una capitalización inferior a los \$50 MM.

En cuanto a la Rule 419, pretendía establecer fuertes controles sobre las empresas de cheque en blanco a la vez que protegía a los inversores. Para la aplicación de esta norma, se define una empresa de cheque en blanco como aquella que i) no tiene un plan de negocio preestablecido, o su único plan de negocio consiste en la adquisición o fusión con otra compañía o compañías sin especificar y ii) está sacando a mercado *penny stocks* (de acuerdo con la consideración añadida por PSRA sobre el Securities Exchange Act of 1934).

Para aquellas compañías que cumplieran dichos requisitos se establecían una serie de normas especiales:

1. El capital levantado durante la salida a bolsa de la empresa de cheque en blanco debía ser depositado en una cuenta de depósito en garantía (*escrow account*).
2. Se requería la enmienda de los estatutos de la empresa en el momento en que se identificara una combinación de negocio, debiéndose incluir los estados financieros de la empresa con la que se pretende fusionar o adquirir, al igual que los estados financieros de la entidad combinada.

3. Los inversores que participaban en la empresa de cheque en blanco debían recibir un folleto informativo tras acordarse la combinación de negocio. Tras ello, los inversores disponían de un plazo entre los 20 y 45 días posteriores al anuncio de la especificación de la combinación de negocio para expresar su voluntad sobre si querían participando en la empresa.
4. En caso de querer retirarse de la empresa de cheque en blanco tras el anuncio de la combinación de negocio, el accionista tendría derecho a retirarse de la empresa, pudiendo disfrutar de un derecho de reembolso sobre su participación y teniendo derecho además al reembolso de intereses devengados en la cuenta de depósito netos de ciertos gastos.
5. Se debía utilizar por lo menos un 80 por ciento del capital levantado por la empresa de cheque en blanco, incluyendo los *warrants*, en la combinación de negocio.
6. Se dispondría de un periodo de 18 meses para realizar la combinación de negocio o se habría de devolver a los inversores su participación.

Esta nueva regulación supuso una amplia protección para los inversores en empresas de cheque en blanco, poniendo mayormente fin al uso de estos vehículos como herramientas para el fraude (Heyman, 2007).

Es en este momento cuando aparece por primera vez la denominación SPAC de la mano de David Nussbaum y David Miller⁸, creándose la primera SPAC moderna, Information Systems Acquisition Corp., en noviembre de 1992. Dicha SPAC salió a bolsa en 1993, con un precio por acción de \$6 que le permitía escapar de la regulación de las *penny stocks* (Elstein, 2004). Cabe destacar que el precio por acción actual de las SPACs en el momento de su salida a bolsa suele encontrarse en torno a los \$10, por el mismo motivo antes enunciado de escapar de la regulación de las *penny stocks*.

La nueva configuración legal de las empresas de cheque en blanco iba dirigida específicamente a evitar la clasificación de *penny stocks*, y por ende evitar la regulación de la Rule 419 de la SEC.

1.2.3 Volumen y causas del apogeo de las SPAC

⁸ Entre 1993 y 1994 David Nussbaum sacó a bolsa otras trece SPACs, de las cuáles doce lograron realizar exitosamente una combinación de negocio (Greenspan, 2021).

En los últimos años el volumen absoluto de SPAC, en número y en tamaño, ha aumentado⁹ exponencialmente. Tan solo hace una década, el número anual de SPACs sacadas a bolsa no llegaba a la veintena, mientras que durante 2021 hubo un total de 613 SPACs.



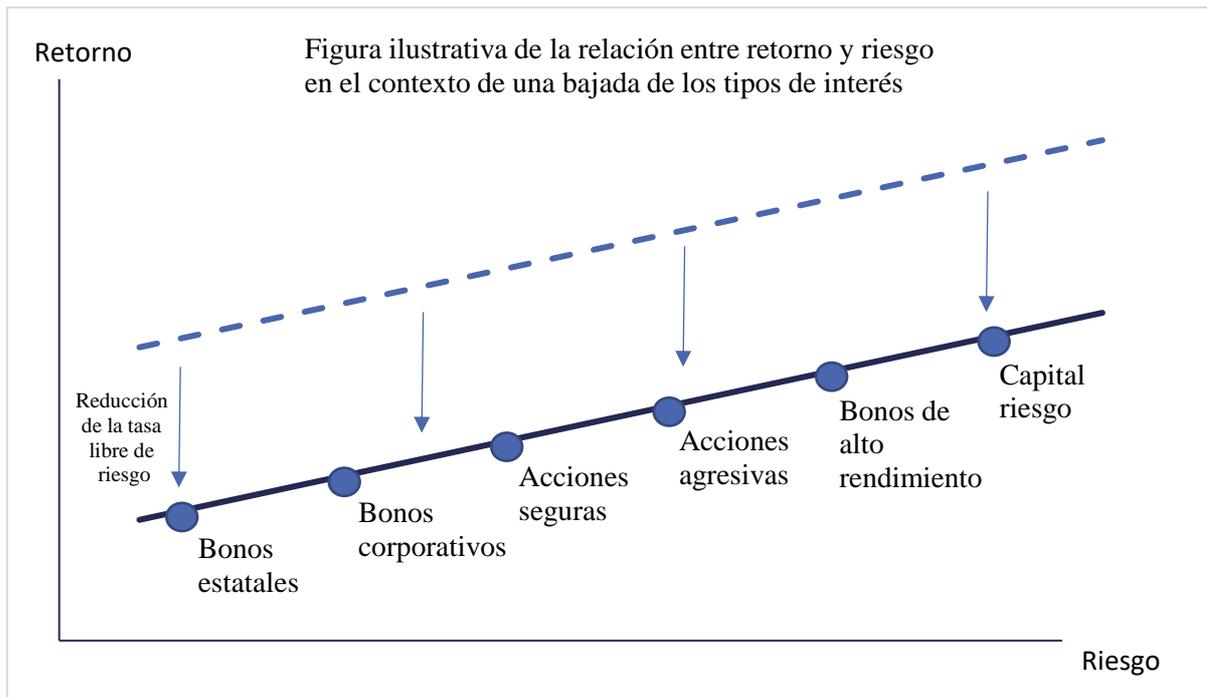
El reciente auge de las SPAC se puede explicar por varias razones:

- Situación macroeconómica. El contexto de bajos tipos de interés (situados entre el 0 por ciento y el 1 por ciento durante 2020, siendo la media entre 1971 y 2022 de 5.44%¹⁰) que los Bancos Centrales de las economías Occidentales han creado, han propiciado el auge de la inversión en activos de mayor riesgo. Para entender el efecto de los tipos de interés en el éxito de las SPAC, debemos comprender que i) riesgo y rentabilidad están intrínsecamente ligados en un mercado eficiente y que ii) la rentabilidad de las distintas clases de activos está estrechamente relacionada, siendo su punto de partida la tasa libre de riesgo (la rentabilidad del activo considerado menos arriesgado, que tradicionalmente es la deuda pública)¹¹. Teniendo en cuenta lo anterior, se explica que en un contexto de bajadas de tipos de interés, los inversores deban acudir a la inversión en activos cada vez más arriesgados para obtener una misma rentabilidad.

⁹ (SPACinsider, 2022).

¹⁰ Estadísticas de Trading Economics - United States FED Funds Rate.

¹¹ (Marks, 2020).



En este sentido, los bajos tipos de interés han provocado igualmente que el valor presente de los flujos de caja futuros incremente (de acuerdo con el método tradicional de cálculo del valor de un negocio como el valor presente de sus flujos futuros¹²). Por este motivo, la inversión en empresas en crecimiento, a pesar de la lejanía de su madurez y de los beneficios, se convierte en una opción más atractiva (Marks, 2020). Este mismo efecto hace que las SPACs, cuyos ingresos y rentabilidad se encuentran en el futuro, y cuyas empresas objetivo suelen ser empresas en crecimiento, aumenten su valoración y por ende su popularidad.

Adicionalmente, la alta volatilidad del mercado ha generado incertidumbre y dificultado la predicción del comportamiento del mercado en relación con las salidas a bolsa (EY, 2022). Teniendo esto en cuenta, se entiende que las SPAC se erijan como buenas alternativas al tradicional camino de la OPV, al nacer la valoración del proceso de negociación, y no del escrutinio del mercado.

- Accesibilidad. Las SPAC ofrecen a inversores particulares la oportunidad de acceder a la inversión en empresas privadas antes de su salida a bolsa. Tradicionalmente, la inversión en empresas privadas ha sido una opción reservada únicamente a grandes capitales y

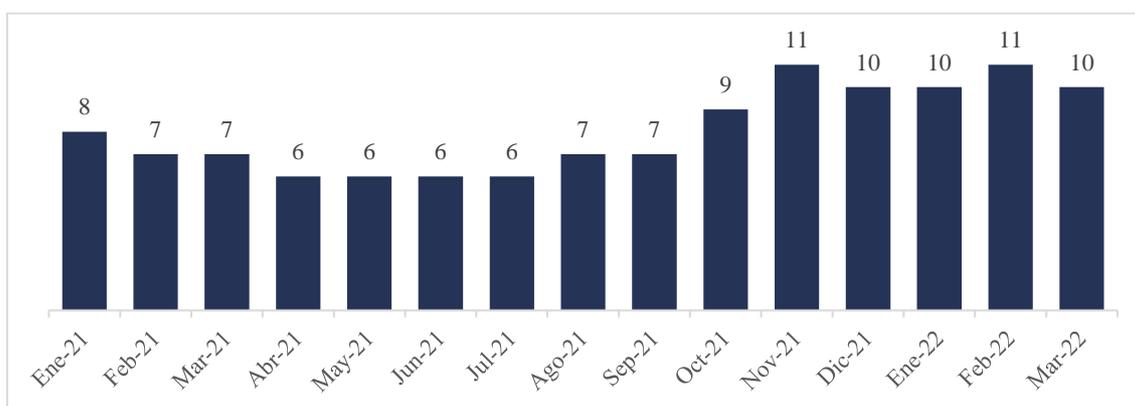
¹² (Damodaran, Interest Rates, Earning Growth and Equity Value: Investment Implications, 2021).

fondos, sin embargo con la llegada de las SPAC el pequeño inversor puede igualmente participar¹³.

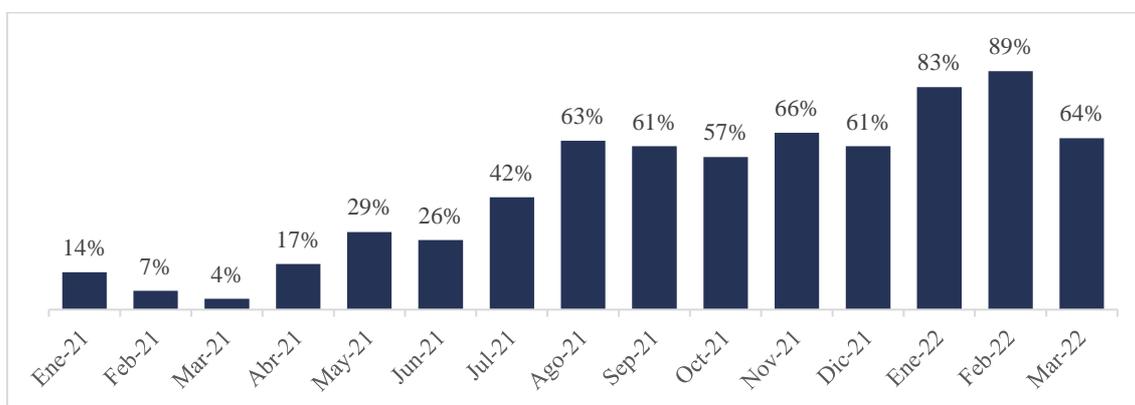
- Estructura y ventajas intrínsecas. Como se explicará más adelante, la inversión en SPACs es atractiva por una serie de beneficios que otorgan a los accionistas, como lo son la limitación de las pérdidas por la existencia del derecho de reembolso ligado a la acción, y el depósito de los fondos en *escrow accounts*.

A pesar de lo anterior, el volumen de SPACs ha venido disminuyendo en los últimos meses, a la vez que aumentaba el tiempo de espera medio entre la salida a bolsa de la SPAC y la realización de la combinación de negocio (Water Tower Research, 2022).

Tiempo medio transcurrido en meses desde la salida a bolsa de la SPAC y el momento de anuncio de la combinación de negocio¹⁴:



Igualmente, han variado las tasas de solicitud de reembolso (Sasson, 2022) por parte de los accionistas de las SPACs, aumentando en los últimos meses:



¹³ Supone igualmente una alternativa al capital riesgo tradicional, en tanto que ofrece la oportunidad de participar de la inversión en empresas privadas, con el valor añadido de ser accesible a los pequeños capitales igualmente, y no estar restringido por lo tanto a las grandes fortunas (Palá Laguna, 2021).

¹⁴ (Sasson, 2022).

1.3 Implicaciones de las salidas a bolsa a través de SPACs

1.3.1 Estructura, ciclo de vida y costes

El ciclo de vida de la SPAC comienza con la formación de un equipo de inversores a los que se conoce como *sponsors*, que tienen el objetivo común de captar fondos en el mercado público para más adelante combinar sus negocios con otra empresa, y que reciben por ello una participación en la SPAC desproporcionada al capital que aportan. El porcentaje que reciben se suele encontrar en el rango del 10-20 por ciento¹⁵. Este porcentaje, teniendo en cuenta el tamaño medio de las SPACs el último año de €265 MM, supone un gran beneficio económico para los *sponsors* si se logra materializar la combinación de negocio.

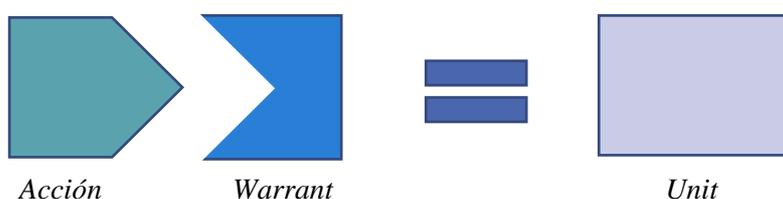
En principio, en el momento de constitución de la SPAC no debería haberse especificado aún ninguna empresa concreta con la que realizar la combinación de negocio, sin embargo, la delimitación del sector, geografía y/o tamaño de la empresa objetivo suele ser un requerimiento necesario para la salida a bolsa de la SPAC. Cabe destacar que en caso de existir una especificación previa de la empresa objetivo de la SPAC se produciría una asimetría en la información de la que disponen los distintos participantes del mercado, y que dicha asimetría produciría que, mientras que el mercado en general valoraría teóricamente la SPAC de acuerdo a la información públicamente disponible (lo cuál será más o menos cierto en función de la eficiencia del mercado (Fama, 1970)), mientras que los *sponsors* u otros participantes de la SPAC que tuvieran acceso a dicha información privilegiada dispondrían de una valoración actualizada y por ende más veraz, que les permitiría beneficiarse del desinformado mercado.

Habiéndose constituido el equipo de *sponsors* y delimitado el espectro de empresas objetivo, se inicia el proceso de salida a bolsa de la SPAC. En este proceso juegan un papel importante los bancos de inversión, que al igual que en las OPV tradicionales, se encargan de asegurar la salida a bolsa actuando como *underwriters*. En relación con los bancos de inversión es importante destacar un aspecto relevante de su papel en esta clase de operaciones como lo son las comisiones que cobran. Es esto relevante porque una de las razones que se suelen esgrimir en relación a los beneficios a bolsa mediante una SPAC son los menores gastos en la operación, sin embargo, según un estudio de Morningstar los ingresos para los bancos de inversión son mayores en términos absolutos al articularse una salida a bolsa mediante una SPAC (Morningstar Equity Research, 2021). De acuerdo con el citado estudio, los ingresos para los bancos de inversión en

¹⁵ (Freshfields, 2021).

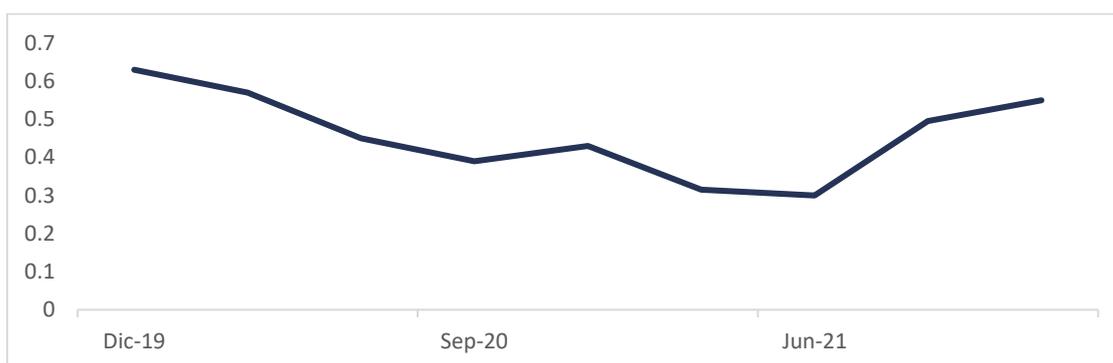
una SPAC de mil millones de euros serían aproximadamente ciento cinco millones de euros, un cincuenta por ciento más de lo que habría de esperarse de una salida a bolsa tradicional¹⁶.

En el momento de salida a bolsa de la SPAC, a los inversores se les ofertan SPAC *units*, que a su vez se conforman por i) una acción y ii) un *warrant* que da la opción al tenedor de comprar más acciones en el futuro a un precio previamente fijado. Tradicionalmente, el precio de las acciones en el momento de la salida a bolsa es \$10 por acción¹⁷. En cuanto a las condiciones de los *warrants*, suelen establecer un precio de ejercicio de \$11.5 y un plazo máximo de ejercicio de 5 años¹⁸.



Cabe destacar que el número medio de warrants por acción ha venido fluctuando en el último año según variaba la confianza de los inversores en la SPAC como activo para la inversión y cambiaba la necesidad de dar incentivos en forma de *warrants* para atraer capital (Barclays Research, 2022). En concreto, llama la atención que, mientras los niveles prepandémicos de *warrants* aproximaban los 0.65 por acción, en junio de 2021 este número estaba cerca del 0.5.

En el siguiente gráfico se puede apreciar el cambio de tendencia en cuanto al número medio de *warrants* por acción ofertados en las SPACs recientes¹⁹:



¹⁶ Dichos ciento cinco millones de ingresos vendrían a reflejar las actividades de *underwriting* de la salida a bolsa de la propia SPAC, el *underwriting* de los fondos de los PIPE investors y las actividades de *advisory* (Morningstar Equity Research, 2021).

¹⁷ Este precio por acción se establece tradicionalmente por encima de los \$4 para evitar entrar en la definición legal de *penny stock* (SEC, § 3(a)(51)), tal y cómo se ha explicado en la sección 1.2.2.

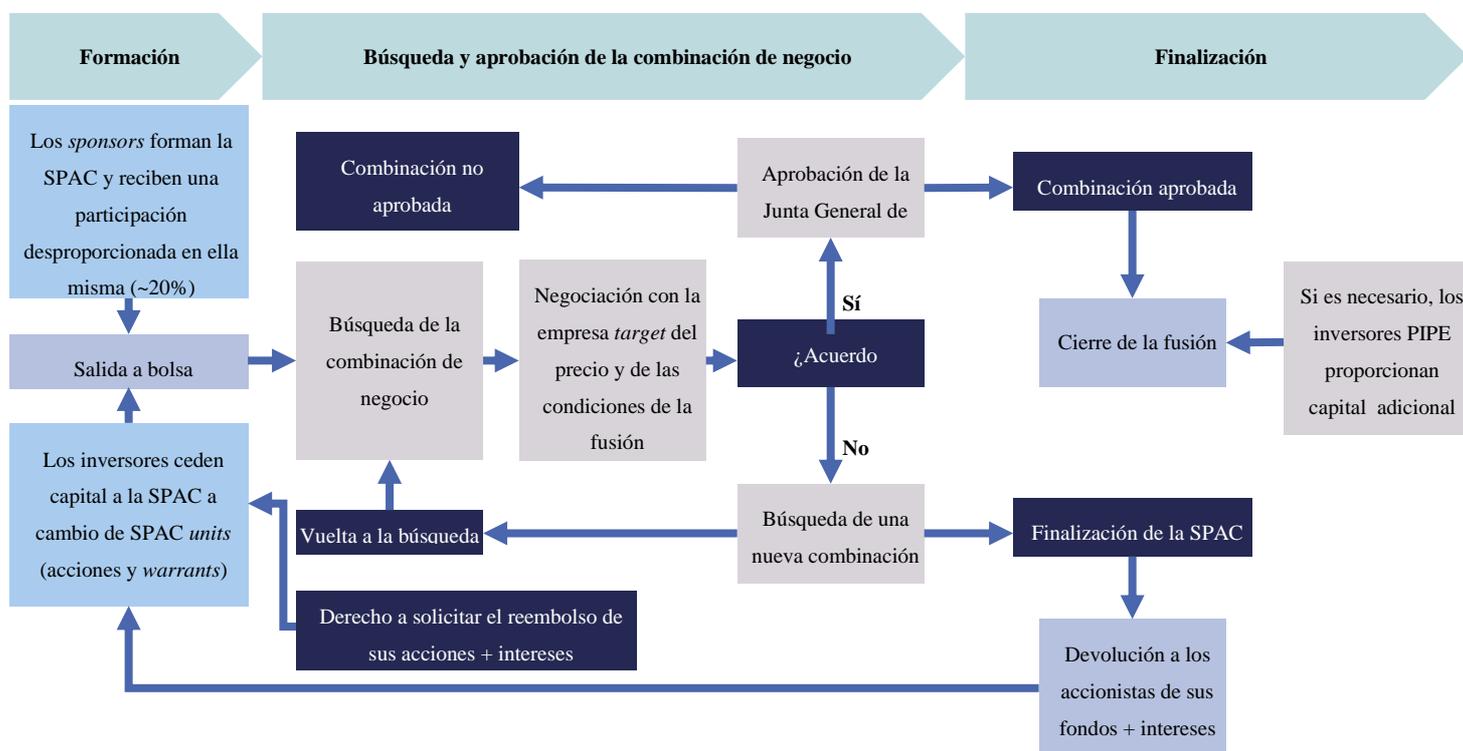
¹⁸ (Bank of America Global Research, 2021).

¹⁹ (Barclays Research, 2022).

En cuanto a los fondos captados, su devenir depende del lugar de constitución de la SPAC, dado que las distintas legislaciones establecen requerimientos específicos para protegerlos (Freshfields, 2022). Generalmente, se obliga al depósito de las cantidades recaudadas en la salida a bolsa de la SPAC en una cuenta de depósito en garantía (*escrow account*). El fin que se persigue con estas medidas es salvaguardar los fondos y proteger a los accionistas, evitando el uso de los fondos captados para fines distintos de la combinación de negocio.

Una vez hecha pública, la SPAC se encuentra en fase de búsqueda de la combinación de negocio. Este proceso suele durar hasta 24 meses²⁰, aunque la duración depende de la legislación concreta, tal y como se explicará en el Capítulo 2. Habiendo escogido la combinación de negocio, y negociado con la empresa objetivo las condiciones de la fusión, ésta se somete a votación de la Junta General de Accionistas. Es particularmente interesante la postura que adoptan las distintas legislaciones en relación con la participación de los *sponsors* en dichas votaciones, y el derecho de reembolso de los accionistas en conjunción con el sentido del voto de los mismos, tal y como se detallará más adelante en el Capítulo 2.

Este diagrama ilustrativo explica de manera simplificada el proceso²¹:



²⁰ (Freshfields, 2021).

²¹ (Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2022) y (Damodaran, The Rise of SPACs: IPO Disruptors or Blank Check Distortions?, 2021).

1.3.2 Partes implicadas

Las partes más relevantes de una SPAC son los inversores en la propia SPAC, los sponsors y la empresa target (Bank of America Global Research, 2021) con la cuál se vaya a realizar la combinación de negocio. Cada uno de dichos sujetos encuentra en las SPAC una serie de beneficios que le hacen inclinarse por este vehículo sobre sus alternativas. Debemos además recordar, que todo beneficio en un mercado eficiente conlleva necesariamente un riesgo (a mayor el riesgo asumido, mayor el beneficio esperado).

1.3.2.1 Inversores en las SPAC

Encontramos una serie de características (Bank of America Global Research, 2021) que hacen que este vehículo se convierta en una atractiva alternativa de inversión:

- Límites a las pérdidas. Dado que los fondos captados por la SPAC deben ser custodiados en una cuenta de depósito en garantía (*escrow account*) hasta el momento de la ejecución de la combinación de negocio, los inversores iniciales de la SPAC tienen con seguridad un capital que soporta el valor de sus acciones y que por lo tanto debería justificar una valoración a mercado de las acciones no por debajo del valor nominal inicial. Adicionalmente, poseen los inversores de las SPAC el derecho de reembolso de sus participaciones por la cantidad prorrateada de los fondos depositados en la *escrow account* más los correspondientes intereses devengados durante el periodo. Sin embargo, aquellos expuestos a la SPAC a través de la tenencia de *warrants* están expuestos a la posibilidad de que no se realice la combinación de negocio y sus posiciones pasen a no valer nada.
- Liquidez. En el momento en que sale a bolsa la SPAC, las *units*, *warrants* y acciones son intercambiables en los mercados financieros, lo cuál facilitará a los inversores particulares la operatividad, logística y organización de sus inversiones. De acuerdo con datos de BofA Insight, durante 2020 el cuarenta y un por ciento de las operaciones en las SPACs más grandes de los Estados Unidos ocurrió en mercados financieros, mientras que el treinta y un por ciento tuvo lugar entre inversores mayoristas, y el veintiocho por ciento restante tuvo lugar en *alternative trading systems* y *single dealer platforms* (BofA Insight Data, 2020).
- Límites temporales. La existencia de un periodo máximo para la realización de la combinación de negocio otorga a los inversores en la SPAC la garantía de que los

sponsors no tendrán bloqueados los fondos de manera indefinida. Como veremos más adelante, es este un arma de doble filo ya que supone para los *sponsors* un incentivo para alcanzar combinaciones de negocio independientemente de la conveniencia de las mismas.

- Derecho de voto. Los accionistas de la SPAC tienen la posibilidad de expresar su opinión acerca de la propuesta de las combinaciones de negocio mediante el ejercicio de su derecho de voto en la Junta General de Accionistas. Incluso tras haber ejercido dicho derecho, los accionistas pueden optar por acudir al mecanismo de reembolso (en determinadas legislaciones dicho derecho será independiente del sentido del voto del accionista con respecto de la combinación de negocio (Freshfields, 2021)).
- Oportunidad de inversión. Mediante las SPAC se permite a los accionistas participar de la futura adquisición de una empresa aún antes de hacerse ésta pública. Esto resulta atractivo para accionistas particulares que no podrían participar de las oportunidades que el capital privado ofrece más que a través de fondos de capital riesgo (Palá Laguna, 2021).

Como se explicaba anteriormente, en un mercado eficiente cualquier beneficio ha de venir acompañado de un riesgo dado que de no ser así se producirían oportunidades de arbitraje (cuyo aprovechamiento resulta en la ulterior destrucción del arbitraje y el retorno del mercado a la senda de la eficiencia (Fama, 1970)). En este sentido se pueden identificar una serie de riesgos a los que se expone el inversor:

- Conflictos de intereses. El principal riesgo al que se exponen los inversores es la existencia de conflictos de interés con los *sponsors*. Este punto se explicará en detalle en el Capítulo 4.
- Coste de oportunidad. Adicionalmente los accionistas corren el riesgo de que no se alcance combinación de negocio alguna
- Calidad de las empresas objetivo. Finalmente cabe destacar que el inversor particular podría no estar suficientemente formado o informado como para valorar correctamente la inversión propuesta por los *sponsors* de la SPAC, y dejarse por lo tanto afectar por acciones de marketing de los interesados *sponsors* que enturbien su juicio y no le hagan ser prudente y cauto en relación a la inversión propuesta.

En cuanto a las empresas objetivo de la combinación de negocio, resulta igualmente beneficioso (Bank of America Global Research, 2021) salir a bolsa a través de una SPAC por una serie de razones:

- Tiempo. Ser objeto de la combinación de negocio permite a la empresa *target* salir a bolsa más rápido (de acuerdo con Bank of America, 3-4 meses en lugar de en torno a un año en el caso de una OPV tradicional (Bank of America Global Research, 2021)). Esto ocurre porque a través de la combinación de negocio no es necesaria la negociación con *underwriters*, ni la emisión y creación de un folleto, ni llevar a cabo un *roadshow*.
- Costes de la operación. De acuerdo con BofA Research²², el *underwriting* de la OPV de una SPAC suele tener unas comisiones de en torno al 2%. Adicionalmente, en el momento de finalización de la combinación de negocio, se devenga una comisión del 3.5%, resultando el cómputo global un 5.5% de comisiones con respecto a los fondos captados por la SPAC aproximadamente. Esta cifra es inferior al tradicional 7% de comisión que se cobra en una OPV por servicios de *underwriting*. A pesar de estas menores comisiones, es importante recordar el posible efecto dilusivo de los *warrants* de la SPAC y del *sponsor promote*.
- Certeza en la operación. Mediante la negociación, la empresa *target* y la SPAC establecen la valoración de la empresa. De esta forma se evita depender del escrutinio del mercado en relación a la cuantía de los fondos que se reciben, eliminando así la volatilidad y la incertidumbre y garantizando la liquidez de la empresa. En este sentido, la empresa objetivo recibe un precio cierto que ha sido objeto de la negociación entre las partes, logrando evitar verse afectado por el sentimiento del mercado en el momento de la salida a bolsa.

Igualmente, se ven expuestos a una serie de riesgos, entre los cuáles es necesario destacar las tasas de solicitud de reembolso de los accionistas de la SPAC (Sasson, 2022), y la dilución del capital por el ejercicio de los *warrants* que conforman las SPAC *units* y por el *sponsor promote*. Sin embargo, estos motivos no habrían de ser realmente obstáculos o perjuicios para la empresa objetivo en tanto que sean circunstancias conocidas y públicas tanto para la SPAC como para la empresa objetivo. De conocer dichas circunstancias, éstas pasarían simplemente a ser otras variable más en la negociación entre las partes, que podrían terminar repercutiendo en la obtención de un mayor precio o una menor participación de la SPAC en la empresa objetivo tras su asunción de un mayor riesgo.

²² (Bank of America Global Research, 2021).

Capítulo 2. Regulación Internacional

Tras el éxito reciente de las SPACs en Estados Unidos, esta modalidad de inversión se ha popularizado en Europa. De cara a entender cómo puede afrontar el Legislador español el reto que supondrá la incorporación de este novedoso mecanismo a nuestro Ordenamiento Jurídico, será interesante estudiar cómo han moldeado esta figura los países de nuestro entorno. Tanto por su relevancia macroeconómica como por los volúmenes de SPACs que han tenido en los últimos años, el análisis se centrará en la comparativa entre Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y Países Bajos. Cabe mencionar que en muchos aspectos la regulación deja la materia a la voluntad privada de las partes, tal y como hará en España nuestro artículo 1255 del Código Civil.

2.1 Estados Unidos

Tal y como se ha explicado en el Capítulo 1, es en Estados Unidos dónde nace la figura de las SPACs, y es por ello por lo que su regulación ha servido como base para estructurar las normas que rigen este vehículo en las distintas legislaciones.

2.1.1 Regulación actual en Estados Unidos

En relación con la necesidad de la aprobación de la combinación de negocio por parte de los accionistas, en Estados Unidos generalmente se requiere de la aprobación de la mayor parte de los votos emitidos. Además, como particularidad, se suele permitir que los sponsors voten con sus acciones (Freshfields, 2021).

En cuanto a la capacidad de los accionistas de reembolso de sus acciones, se les permite a los accionistas este derecho independientemente del sentido de su voto en la votación de la combinación de negocio.

Además, se permite el reembolso de la totalidad de las acciones de la SPAC, con la salvedad de que ésta debe mantener por lo menos \$5 MM de activos tangibles netos en todo momento (esto servirá para evitar la calificación del vehículo como *penny stock* de acuerdo con § 3(a)(51) del Securities Act de 1934).

Los *warrants* son entregados a los accionistas cuándo cierra la OPV, formando parte de cada *unit* comercializada durante el proceso.

La comisión por garantizar la salida a bolsa (*underwriting*) suele situarse en torno al 5.5% del capital captado durante la OPV, pagándose un 2% en efectivo al cierre de la OPV y en torno a un 3.5% siendo pagadero en el momento de cierre de la combinación de negocio (Freshfields, 2021).

En cuanto al tamaño, tal y como establece la Rule 419 de la SEC, se requiere utilizar por lo menos el 80% de los fondos captados y depositados en la cuenta de depósito con garantía (*escrow account*).

El periodo para alcanzar la combinación de negocio suele establecerse en 24 meses, aunque en ocasiones el plazo es inferior. Algunas SPACs incluyen una extensión automática del plazo para aquellos casos en los que se haya acordado la combinación de negocio pero aún no se haya materializado.

Adicionalmente, disfrutaban las SPAC de una situación de *safe harbor* en cuanto a las proyecciones de crecimiento que realizan y publican con respecto a la empresa *target*. Esto permite a las SPAC realizar predicciones operativas sobre la empresa objeto de la combinación de negocio mientras están protegidos de responsabilidad civil por la difusión de dicha información frente a inversores en la SPAC que argumenten que la información no era veraz ni estaba sustanciada por argumentos y estudios de mercado adecuados. Esta situación ocurre por la aplicación del Private Securities Litigation Reform Act de 1995²³, que no es sin embargo de aplicación a las OPV tradicionales en Estados Unidos dado que existe una exclusión expresa²⁴ para las proyecciones operativas de una empresa en el contexto de su OPV. Cabe destacar que el Private Securities Litigation Reform Act recoge igualmente la exclusión del *safe harbor* para las proyecciones realizadas por una *blank check company* o por una *penny stock*, definiciones que no afectan a las SPAC modernas tal y como se ha explicado en el Capítulo 1.

2.1.2 Nuevas tendencias regulatorias estadounidenses

En respuesta al auge de las SPAC en Estados Unidos, el regulador estadounidense está planteando reformas a la legislación existente. En este contexto, el presidente de la SEC²⁵, Gary Gensler, identificó en una comparecencia en diciembre de 2021²⁶ una serie de problemas que tenía la regulación actual de las SPAC y que tendrían respuesta por parte del regulador:

²³ Harvard Law School: SPAC Mergers, IPOs, and the PSLRA's Safe Harbor: Unpacking Claims of Regulatory Arbitrage.

²⁴ Sec. 102 del Private Securities Litigation Reform Act de 1995.

²⁵ SEC: Securities Exchange Commission.

²⁶ Gary Gensler ante la Healthy Markets Association.

- Difusión de la información. En este sentido, argumenta Gensler que no deberían producirse asimetrías entre los niveles de difusión y rigor de la información provista en las SPAC y aquella correspondiente a las OPV. Igualmente, resaltaba que por un lado se podrían producir situaciones en las que determinados inversores poseyeran mejor información que otros (PIPE²⁷ *investors*), además de no compartir con los mismos toda la información relevante en torno a la operación (dilución de su participación por ejercicio de *warrants* o por el *sponsor promote*, entre otros).
- Publicidad y márketing en torno a la SPAC. Preocupa a Gensler el empleo de tácticas publicitarias de la SPAC para atraer fondos iniciales, cuándo la información difundida es realmente incompleta al no haberse especificado la combinación de negocio. En este contexto propone Gensler que, por ejemplo, difundir información detallada sobre la combinación de negocio y la empresa objetivo en el momento de su anuncio sería beneficioso para el público.
- Realización de diligencias previas y régimen de responsabilidad. Gensler propone esclarecer el régimen legal de las distintas partes involucradas de la SPAC, al igual que alinear los objetivos de las mismas.

Como respuesta a todo lo anterior, la SEC publicó el 30 de marzo de 2022 una serie de proposiciones para regular las SPAC. Dicha normativa no surgirá efectos hasta que la SEC apruebe su versión final tras un periodo de consulta pública y de revisión, sin embargo es interesante entender los puntos clave que recoge, dado que éstos moldearan la configuración legal de las SPAC en Estados Unidos:

- Proposición de la eliminación de la condición de ser *penny stock* para ser calificado *blank check company*. Esto resultaría en que las SPAC pasarían a ser consideradas *blank check companies* y por ende dejaría de serles de aplicación el *safe harbor* que protege de responsabilidad a los *sponsors* de la SPAC al realizar proyecciones operativas en relación a la combinación de negocio. Se plantea en este sentido la creación de un régimen específico para las SPAC en relación al *safe harbor*, que estaría configurado mediante la introducción en el Investment Company Act de 1940 de un mecanismo particular. La SEC propone por lo tanto elaborar un mecanismo de *safe harbor* específico para las SPACs.
- Requerimiento a los directivos de la SPAC de evaluar la combinación de negocio con rigor y publicar su opinión sobre la misma. Esto en la práctica puede resultar en la

²⁷ Private Investment in Public Equity.

necesidad de obtener una *fairness opinion* sobre la combinación de negocio, lo cual elevaría los gastos corrientes de la SPAC.

- Mayores niveles de difusión de información en relación a las cuentas anuales de la SPAC, la dilución de las participaciones de los inversores tras el ejercicio de *warrants*, la remuneración de los *sponsors* y la existencia de conflictos de interés, entre otros.

En definitiva, esta normativa viene a responder a la necesidad proclamada por Gary Gensler²⁸ de equiparar la regulación de las SPAC a la de las OPV tradicionales. Dado que en materia de SPAC, los Estados Unidos han sentado las bases regulatorias que configuran la normativa internacional, será interesante estudiar cómo responden las distintas naciones ante las nuevas exigencias legales de los Estados Unidos.

2.2 Reino Unido

En Julio de 2021 la Financial Conduct Authority (FCA) aprobó una serie de cambios en las normas que rigen las SPACs en el territorio británico. El sistema que previamente estableció la FCA se basaba en la presunción *iuris tantum* de que se suspendería la cotización o *listing* de cualquier compañía sin actividad o *shell company* o SPAC en el momento en que anunciase su potencial combinación de negocio, o en caso de que se filtrasen detalles sobre la combinación de negocio.

En este contexto, las normas aprobadas por la FCA en 2021 vienen a matizar los supuestos en los que dicha suspensión no se llevaría a cabo. Se establecieron por lo tanto una serie de reformas:

- Reducción del mínimo de capital captado por la SPAC desde £200 MM a £100 MM.
- Limitación del uso de las cantidades levantadas por la SPAC únicamente a la adquisición de otra compañía o a la devolución a los accionistas del capital, con la excepción de aquellas cantidades que se hubieran acordado específicamente para cubrir los costes operativos de la SPAC
- Establecimiento de un límite de 2 años para la ejecución de la combinación de negocio, extensibles en otros 12 meses tras la aprobación de los accionistas. Se añade además la posibilidad de extender el plazo en 6 meses tras los 2 años sin la necesidad del acuerdo de los accionistas para aquellos casos en los que:
 - La combinación de negocio haya sido aprobada por los accionistas, pero aún no se haya completado.

²⁸ Gary Gensler ante la Healthy Markets Association el 9 de diciembre de 2021.

- Se haya convocado una reunión para acordar la combinación de negocio.
- La SPAC haya anunciado que se convocará una junta general para aprobar la combinación de negocio en una fecha específica.
- Exclusión de la votación y del debate de cualquier miembro del *Board* que sea directivo de la empresa objeto de la combinación de negocio o que tenga conflictos de interés materiales.
- Además se prohíbe el voto de cualquier *sponsor* en la aprobación de la combinación de negocio.

Estas nuevas normas moldean el ordenamiento británico, caracterizado hasta ahora por la flexibilidad en cuanto a las SPACs en i) la necesidad de aprobación de la combinación de negocio, sin exigirse porcentajes mínimos, ii) la capacidad de los accionistas de reembolsar sus acciones independientemente del sentido de su voto en la aprobación de la combinación de negocio, iii) el tamaño de la adquisición propuesta.

2.3 Alemania

En Alemania la norma general establece que para que unas acciones coticen en Bolsa, es necesario que el emisor de dichas acciones haya existido como una compañía durante por lo menos 3 años, y que se presenten las cuentas anuales de dichos periodos²⁹. Sin embargo se establece igualmente la excepción de que las SPACs no deban cumplir dicho requerimiento cuándo i) los fondos captados se mantengan en una cuenta de depósito en garantía que devengue intereses, ii) el fin de los fondos esté detallado en el folleto de emisión, iii) la SPAC demuestre que su existencia está limitada en el tiempo y que en el caso de liquidación, los activos depositados en la cuenta de depósito se devolverán a los accionistas y iv) se garantice que el uso de los fondos depositados esté sujeto a la aprobación de al menos un 50 por ciento de los accionistas de la SPAC (cf. Section 3 (2) BörsZulV).

Teniendo en cuenta estos requerimientos para cotizar en Alemania, es conveniente entender cuáles han sido las características (Freshfields, 2021) principales de este vehículo en el territorio alemán:

- Posibilidad de reembolsar las acciones independientemente del sentido del voto del accionista en la votación de la combinación de negocio
- Entrega de los warrants a los accionistas tras el cierre de la salida a Bolsa, replicando el sistema de Estados Unidos.

²⁹ De acuerdo con Section 3 (1) BörsZulV.

- Las comisiones de *underwriting* se sitúan en torno al 4 por ciento, 2 por ciento pagadero tras la salida a Bolsa de la SPAC, y 2 por ciento tras el cierre de la combinación de negocio.
- Inexistencia de un límite en el tamaño de la combinación de negocio en relación con los fondos totales captados por la SPAC.
- El periodo establecido para culminar la combinación de negocio se establece mayoritariamente en 24 meses, aunque en ocasiones se prevé una ampliación automática de 3 meses en caso de haberse acordado la combinación de negocio pero no haberse ejecutado aún.

2.4 Países Bajos

A nivel europeo, Ámsterdam se ha convertido en un *hub* financiero en el que florecen las salidas a bolsa, posición que se ha visto reforzada en los últimos años por el Brexit. Es por lo tanto de gran interés estudiar la forma en que se configuran las SPACs en la legislación de Países Bajos³⁰.

- Los porcentajes mínimos para aprobar la combinación de negocio en la Junta General de Accionistas, el límite dependerá de la forma legal que adopte la SPAC. Para las *Besloten Vennootschap (BV)*, no existe norma específica al respecto, por lo que les son de aplicación las normas generales para las combinaciones de negocio, que requieren la aprobación de un 70% de los votos emitidos en caso de haber un quorum de entre el 33 y el 50 por ciento, y de un 50 por ciento en caso de haber mayor quorum. En caso de tratarse de una *Naamloze Vennootschap (NV)*, el porcentaje mínimo se establece en el 50% de los votos emitidos
- El derecho de reembolso de los accionistas de la SPAC está supeditado al límite legal que establece que una NV cotizada no puede reembolsar más de un 50% de sus acciones. Sin embargo, si la SPAC se configura como BV, no existe un límite a la cantidad de acciones reembolsables. Es además destacable la tendencia reciente de las SPACs neerlandesas de permitir la solicitud de reembolso de las acciones a sus accionistas independientemente del sentido de su voto en la votación de la combinación de negocio³¹.
- Finalmente, como rasgos relevantes adicionales, el límite temporal para realizar la combinación de negocio se establece mayoritariamente en 24 meses, aunque en ocasiones se habilita una extensión de dicho plazo sujeta a la aprobación de la Junta General de Accionistas³².

³⁰ (Freshfields, 2021).

³¹ (Freshfields, 2021).

³² (Freshfields, 2021).

Capítulo 3. La cabida de las SPACs en la legislación española.

3.1 Análisis e idoneidad del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión

Ante el innegable ascenso de las SPACs a nivel estadounidense y posteriormente europeo, el legislador español empieza a responder con regulación concreta. A través del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, se puede vislumbrar cómo se pretende incluir la figura de las SPACs en la legislación española³³. Mediante este Anteproyecto se pretende dar seguridad jurídica a los participantes del mercado y hacer de esa forma más atractiva la constitución de SPACs en territorio español (Fernández Torres, 2021)³⁴.

Dicho anteproyecto incluye en su Disposición final segunda la modificación del Real Decreto Legislativo 1/2010, por el que se aprueba la Ley de Sociedades de Capital. Se introduce mediante esta Disposición un nuevo Capítulo VIII bis (“Especialidades para sociedades cotizadas con propósito para la adquisición”), que nos aporta luz sobre tres grandes cuestiones en materia de SPACs; (i) el alcance y definición de las mismas, (ii) el porvenir de los fondos captados por la SPAC hasta la formalización de la combinación de negocio y (iii) el mecanismo de reembolso de los accionistas.

3.1.1 Alcance y definición de las SPACs en el Anteproyecto de Ley

En relación al alcance del nuevo Capítulo VIII bis para la definición de las Sociedades cotizadas con propósito para la adquisición, el nuevo artículo 535 bis 1. nos aporta una descripción de aquellas sociedades que entrarán en este nuevo marco normativo (Camacho Núñez, 2022). Serán, pues, aquellas sociedades cotizadas que se constituyan con el objetivo de adquirir una participación (total o no) en el capital de otra sociedad o sociedades cotizadas o no cotizadas de manera directa o indirecta. Se especifica además que dicha adquisición se puede realizar a título de compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos y otras operaciones análogas. Finalmente reitera el artículo que las únicas actividades que puede

³³ Cabe observar en relación con el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión que se encuentra incompleto, en tanto que el propio texto anuncia la regulación de las empresas con el propósito para la adquisición mediante la inclusión de los artículos 535 bis, 535 ter, 535 quater y 535 quinquies a la Ley de Sociedades de Capital. Sin embargo, los artículos 535 quater y 535 quinquies no están recogidos en el citado Anteproyecto (Palá Laguna, 2021).

³⁴ En este mismo sentido se pronunció Sebastián Albella, el que fuera Presidente de la CNMV (Fernández Torres, 2021) (Cándido, 2020).

haber realizado la sociedad hasta el momento de la combinación de negocio son la oferta pública de valores inicial, la solicitud a admisión a negociación y las relativas a la adquisición.

3.1.2 Mecanismo de protección de los fondos captados por la SPAC

En el mismo artículo 535 bis 1 se establece que dejará de aplicarse el régimen especial de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición en el momento en que se materialice la combinación de negocio, bien a través de una adquisición, o mediante una fusión.

- i. Es también tremendamente relevante el mecanismo de protección de los accionistas que se instaure mediante la obligación de depósito en *escrow accounts* de los fondos captados durante la oferta pública de valores. Tal y como se ha mencionado anteriormente que ocurre en las legislaciones estadounidense, neerlandesa y alemana (Freshfields, 2021).

El legislador español parece decantarse por esta misma postura mediante la introducción en su artículo 535 bis 2. Se establece mediante este artículo la obligatoriedad de inmovilizar los fondos obtenidos en la oferta pública de valores en una cuenta abierta en una entidad de crédito, a nombre de la sociedad cotizada con propósito para la adquisición. Sin embargo, el legislador no especifica aún si los fondos inmovilizados pasan a ser titularidad de la sociedad con propósito para la adquisición o si ésta actuaría simplemente como depositaria de dichos fondos.

3.1.3 Forma de reembolso a los accionistas de la SPAC

Finalmente es necesario estudiar el mecanismo de reembolso de los accionistas que plantea el Anteproyecto de Ley. Este reembolso deberá realizarse en el supuesto de que no se logre realizar una combinación de negocio en el plazo establecido para ello, o en el caso de que tras anunciarse la combinación de negocio, los accionistas decidieran abandonar su participación. Hay destacar que el correcto establecimiento de un mecanismo de reembolso adecuado será esencial para escoger la jurisdicción en la cual constituir la sociedad (Alemania por ejemplo mediante su estricto régimen de devolución de aportación a los socios en principio dificulta la articulación de una SPAC bajo Derecho alemán³⁵).

³⁵ (García Enterría, 2022).

Cabría inicialmente pensar en tres mecanismos legales del Derecho español a través de los cuáles se podría reembolsar a los accionistas:

- Derecho de separación estatutario³⁶. En esencia, la figura del derecho de separación en el Derecho español se erige para permitir a los socios de una sociedad solicitar la disolución y liquidación parcial del contrato de sociedad respecto de su propia participación en una serie de supuestos recogidos en normas de carácter imperativo (artículo 346 de la Ley de Sociedades de Capital) para aquellos casos en los que se ven modificados los principios esenciales de la sociedad en cuestión. Se permite además en el artículo 347 de la Ley de Sociedades de Capital la inclusión de otros principios esenciales que de ser modificados darían lugar a un derecho de separación de los socios.

Dentro de dichos cambios esenciales se enmarcarían el cambio del objeto social y el traslado del domicilio social fuera del territorio español, que nos serán de gran importancia de cara a la figura de las SPACs. En estos casos se sumaría al derecho estatutario de separación un derecho de naturaleza legal basado en el artículo 346 de la Ley de Sociedades de Capital. Sin embargo, el cambio de objeto será algo intrínseco en las SPACs.

Cabe además destacar que el legislador reserva, en los distintos supuestos que regula a través de la Ley de Sociedades de Capital y la Ley de Modificaciones Estructurales, el derecho de separación a aquellos socios que no hubieran participado de la aprobación del propio hito que provoca la modificación de las bases societarias (así lo hace en el artículo 346.1) de la Ley de Sociedades de Capital, al restringir el derecho de separación a aquellos que no hubieran votado a favor del correspondiente acuerdo de modificación de las bases esenciales de la sociedad). Si bien existen excepciones como ocurre en el artículo 348 bis. de la Ley de Sociedades de Capital en relación al derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos.

- Emisión de acciones rescatables o recuperables. En este caso, el reembolso se realizaría al ejercer el accionista su facultad de rescate cuándo se cumplan determinadas condiciones que se establecen en el momento de emisión de las acciones. Esta figura específica de las sociedades cotizadas está regulada por la Ley

³⁶ (Peinado Garcia, 2022).

de Sociedades de Capital en su Título XIV, Capítulo II, en relación a especialidades de citada la Ley en materia de acciones. Nos atañen dos particularidades de las acciones rescatables que dificultarían la adaptación de los preceptos caracterizadores de las SPACs a la legislación española.

En primer lugar, en su artículo 500.1) se establece la posibilidad de emitir acciones rescatables a solicitud de la sociedad emisora o del titular de dichas acciones. Sin embargo, se establece igualmente en dicho artículo que el valor nominal de la totalidad de las acciones de esta clase emitidas por la sociedad no podría superar la cuarta parte del capital social de la sociedad.

En segundo lugar, el artículo 501 implanta, en línea con el régimen de la reducción de capitales, la obligación de que la amortización de las acciones rescatables se financie con cargo a beneficios o a reservas libres, con los fondos captados tras una nueva emisión de acciones, o siguiendo el mecanismo y requisitos de la reducción de capital con devolución de aportaciones.

Excluyendo estos dos preceptos, la Ley de Sociedades de Capital provee una amplia libertad en cuanto a quién se le concede la facultad de solicitar el rescate de las acciones, el precio por el que se ha de ejercer, y sobre el plazo durante el cual se concede dicha facultad.

- Reducción de capital con amortización de acciones. El problema principal que plantearía esta figura es la necesidad de la aprobación por parte de la Junta General de Accionistas. Además, si la reducción afectase solamente a una parte de las acciones, como es el caso general en el caso de las SPACs, se requieren sistemas de votación separada por clases, y en el caso de afectar a la totalidad de las acciones, tratándose de una sociedad cotizada, sería necesario realizar una OPA (Camacho Núñez, 2022). El artículo 12 del Real Decreto 1066/2007, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores establece la obligatoriedad de realizar una OPA cuándo se realice una reducción de capital mediante la compra de acciones propias para su amortización en el caso de las sociedades cotizadas.

Adicionalmente, al haber reducción de aportaciones sería necesario seguir el régimen de protección de acreedores, con el derecho de oposición que incluye (Cátedra Garrigues, 2022).

El nuevo Capítulo VIII bis plantea en su artículo 535 ter que el reembolso de los accionistas se deberá realizar mediante el establecimiento de un derecho estatutario de separación una vez se anuncia la combinación de negocio, la emisión de acciones rescatables, o la puesta en marcha de una reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias para su amortización.

El mecanismo del derecho de separación estatutario plantearía la problemática de confluir junto con derechos de separación legales (artículo 346 de la Ley de Sociedades de Capital). En relación a este problema, podría ser solventado mediante el establecimiento de un flexible objeto social, que pasase a reconocer como propio aquel objeto social que caracterizase a la empresa target. Lo mismo se podría hacer con respecto al traslado de domicilio de la sociedad al extranjero, aunque plantearía problemas en relación a los fueros de la sociedad cotizada. Sin embargo, estos cambios en la sociedad son efectivamente modificaciones sustanciales en las sociedades, con lo que materialmente se produciría la confluencia de dos derechos de separación, el legal ex. artículo 346 y el estatutario ex. artículo 347. En relación a este punto, la Dirección General del Registro y del Notariado establece en relación a fusiones y adquisiciones la imposibilidad de reconocer derechos que son contrarios al propio negocio sobre el cuál pretenden proyectar sus efectos. Con todo esto, parece conveniente la inclusión en el nuevo artículo 535 ter. de una preponderancia del derecho de separación estatutario que hayan acordado los socios al constituir la sociedad sobre el derecho legal de separación que se reconocería a raíz del artículo 346 de la Ley de Sociedades de Capital (Cátedra Garrigues, 2022). En este mismo sentido, la CNMV propone la previsión legal expresa de que no se active el derecho de separación del artículo 346.1.a) LSC en el caso de darse una modificación del objeto social de la SPAC (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2021).

En cuanto a la figura de las acciones rescatables, en principio debería quedar descartada por las restricciones anteriormente mencionadas de los artículos 500 y 501 de la Ley de Sociedades de Capital. Sin embargo, el legislador ha optado por exceptuar expresamente a las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición de la aplicación de dichos artículos, por lo que se erigen como un mecanismo de reembolso perfectamente válido para los accionistas de esta clase de sociedades. Se establecería de este modo la facultad del accionista para solicitar el reembolso de sus acciones en los casos de no haberse logrado aprobar la combinación de negocio en el plazo previsto, o en el caso de haberse aprobado y querer libremente el accionista solicitar la restitución de su aportación.

Finalmente, la reducción de capital con amortización de acciones plantea los problemas del régimen de OPAs y del hecho de que la propia Sociedad no tiene la capacidad de comprometerse a la reducción de capital, ya que es está una facultad que pertenece a los propios accionistas (Camacho Núñez, 2022). El texto del Anteproyecto hace referencia en su artículo 535 ter 3) a que

la reducción de capital se podría realizar mediante el mecanismo del artículo 535 quater 3), sin embargo no es público aún el contenido de dicho artículo, con lo que tendremos que esperar a saber si se establece un régimen excepcional que facilite el uso de esta figura en las SPACs, como parece conveniente.

Con todo esto, parece que los mecanismos de la creación de un derecho estatutario de separación y la emisión de acciones rescatables (al exceptuarse los preceptos de los artículos 500 y 501 de la Ley de Sociedades de Capital), son los más convenientes para la configuración de una SPAC bajo la jurisdicción española.

Cabría además la posibilidad de facilitar la utilización del mecanismo de reducción de capital mediante la exclusión de la aplicación del artículo 12 del Real Decreto 1066/2007 para aquellas reducciones que atañan a sociedades cotizadas con propósito para la adquisición.

Además de los anteriores puntos, es necesario destacar que no se establece ninguna restricción legal para la solicitud de reembolso de acciones en relación al sentido del voto del accionista en la votación de la propuesta de combinación de negocio (artículo 535 ter. 1.a) del Capítulo VII propuesto por el Anteproyecto de Ley anteriormente mencionado). El amplio reconocimiento de este derecho en una norma imperativa puede resultar problemático, además de no seguir la línea de flexibilidad que otras jurisdicciones otorgan en la configuración de los derechos de reembolso en sus SPACs. Tal y como se ha explicado en el análisis comparado de la figura de los SPACs, este derecho de rescate no siempre es independiente del sentido del voto de los accionistas, tal y como ha ocurrido recientemente en SPACs neerlandesas o italianas.

Es igualmente destacable el establecimiento en norma imperativa que realizaría el nuevo artículo 535 ter. 2) en relación al valor de reembolso de las acciones. Quedaría fijado en el menor valor entre i) el precio de la oferta de suscripción previa a la admisión a cotización de las acciones, o ii) el importe de la parte alícuota correspondiente al accionista en la cuenta de depósito transitoria.

Igualmente no se establece límite alguno a la proporción del capital de la sociedad con propósito para la adquisición que puede ser reembolsado, con lo que podría alcanzar la totalidad del capital.

Como particularidad adicional, se establece la obligación de incluir en la denominación social, de aquellas sociedades afectadas por el nuevo artículo 535 bis. del citado Anteproyecto de Ley, el distintivo “Sociedad cotizada con Propósito para la Adquisición” o “SPAC, S.A.”. Dicha obligación sería igualmente de aplicación hasta la formalización de la combinación de negocio aprobada.

Finalmente, resulta relevante estudiar la figura y operativa de las SPACs en relación al régimen de OPAs. El artículo 3 del Real Decreto 1066/2007 establecería la obligación de realizar una OPA en caso de que, a raíz de la combinación de negocio, los accionistas de la sociedad target adquiriesen una participación en la SPAC superior al 30%, siguiendo el umbral establecido en el artículo 4 del mismo texto. Es este además un caso muy probable si atendemos a la naturaleza de las *targets* normales de las SPACs, que normalmente son empresas familiares o pertenecientes a *Private Equities*, en las cuáles es habitual la existencia de accionistas de control con posiciones mayoritarias en la empresa.

Si bien es cierto que se permite solicitar una dispensa a la CNMV de acuerdo al mecanismo del artículo 8.g) de la citada ley (al entender que existe un objetivo empresarial distinto a la toma de control en la sociedad), parecería más conveniente establecer un régimen de excepcionalidad *ad hoc* en la aplicación del artículo 4 para las sociedades cotizadas con propósito de adquisición en relación a la combinación de negocio³⁷. La dispensa de la CNMV quedaría además sujeta a la necesidad de demostrar que (i) el objetivo de la operación no sea la toma de control, y que (ii) aquellos accionistas que han alcanzado el 30% de participación que activa el régimen de OPAs no hayan votado a favor en la Junta General de la sociedad afectada.

Es aún más llamativa la necesidad de dicha excepcionalidad si tenemos en cuenta que para solicitar la dispensa se exige la aportación de un informe de experto sobre el sentido industrial de la fusión y un dictamen legal defendiendo que la toma de control no es realmente el objetivo de la combinación de negocio. Es por lo tanto un proceso oneroso para la sociedad solicitante, además de ser escaso el número de dispensas concedidas (seis desde la entrada en vigor del Real Decreto en 2007 (Cátedra Garrigues, 2022)).

3.2 Otras medidas y propuestas regulatorias relevantes

Además del ya mencionado Anteproyecto de Ley, es importante explicar dos publicaciones recientes que sin duda afectarán al modo en que se configuran las SPACs en la jurisdicción española; (i) por un lado el Boletín de la CNMV del tercer trimestre de 2021 (ii) y por otro lado el documento publicado por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) el 15 de julio.

³⁷ En este mismo sentido se pronuncia (Camacho Núñez, 2022), al proponer que se considere que las fusiones con SPACs se consideren como operaciones que persiguen un objetivo económico.

3.2.1 Aproximaciones regulatorias de la CNMV a las SPACs en España

La CNMV explica en su boletín qué es una SPAC, para más adelante establecer que para salir a bolsa, una SPAC debe haber registrado un folleto informativo en el que se cubra por lo menos:

1. Los riesgos asociados a los conflictos de interés del sponsor.
2. La forma de remuneración de los sponsors.
3. La experiencia del equipo de sponsors y, en el caso de haberlos, los compromisos que adquieren los sponsors con la SPAC. En particular se deberá informar de la existencia de periodos de *lock-up* durante los cuales los sponsors tienen limitada la venta de sus acciones en la SPAC.
4. El gobierno corporativo de la SPAC
5. El funcionamiento y especificaciones de los warrants que acompañan a las acciones para conformar cada *unit*. Deberán igualmente informar de la posible dilución de la participación de los accionistas de la SPAC a raíz de la combinación de negocio y del ejercicio de los *warrants*.
6. La forma en que quedarán inmovilizados los fondos captados hasta la formalización de la combinación de negocio y los intereses que se devengan a raíz de dicho depósito.
7. Los acuerdos societarios que rigen el funcionamiento de la SPAC, además de los porcentajes que habrán de servir para aprobar la combinación de negocio y los demás eventos relevantes de la vida de la sociedad.
8. La forma de ejercicio del derecho de separación o de reembolso, en las formas en que el nuevo artículo 535 ter. de la Ley de Sociedades de Capital dispondrá y que se han explicado anteriormente.
9. El plazo del que dispone la SPAC para realizar la combinación de negocio.
10. Las clases de acciones de la sociedad, con particular énfasis en la diferencia entre las acciones comunes y aquellas que corresponden a los *sponsors*.
11. Las posibles necesidades de financiación que tendrá la sociedad para realizar materializar la futura adquisición o fusión.
12. Una delimitación del *target*, tratando de especificar su sector, geografía y riesgos asociados.

Además añade el Boletín de la CNMV que deberán las SPACs mantener niveles de liquidez y difusión de sus acciones suficientes. No se establece ningún límite concreto, aunque de acuerdo con el Boletín, podría presumirse que se alcanzan dichos niveles cuándo hay al menos 50

inversores y 50 millones de euros de capitalización. Igualmente, se deberá cumplir el requisito de tener al menos un 25% del capital distribuido (Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Finalmente, cobra gran importancia el requisito que añade el Boletín de la CNMV sobre la obligación de la SPAC de publicar información de la combinación de negocio en cuanto ésta se haya especificado. Igualmente se incluye la obligación a de las SPACs españolas de publicar un folleto en el momento de la fusión con el *target*. Este folleto deberá ser elaborado conforme al Reglamento (UE) 2017/1129. Existirán, sin embargo, casos en los que el propio Reglamento exceptúe la elaboración del folleto tal y como se contempla en los artículos 1.4 g) y 1.5 f) del citado Reglamento, como ocurre en el caso de las fusiones directas. A pesar de esto, la CNMV obliga a la elaboración de un folleto informativo a la SPAC, aún tratándose de supuestos exceptuado por el Reglamento Europeo.

La problemática en relación con los folletos de emisión radica en que en el momento de la OPV de la SPAC, teóricamente, la combinación de negocio es aún incierta. Por lo tanto podría parecer conveniente que en el momento de anuncio de la combinación de negocio, se provea a los inversores de información equivalente a la que se publicaría en un folleto de OPV tradicional, tal y como se propone.

La exigencia de una mayor transparencia con respecto a la combinación de negocio es igualmente una de las propuestas que realiza la SEC en sus comentarios del 30 de marzo de 2022 (Morrison Foerster, 2022). La razón subyacente a esta exigencia es el intento de equiparación entre las salidas a bolsa tradicionales y los eventos de combinación de negocios o *de-SPACs*, en pos de una mayor transparencia y por ende defensa de los accionistas de la SPAC³⁸. De esta forma, se logra además igualar la información de la que disponen los accionistas de la SPAC con el resto de participantes del mercado, y en especial con los inversores PIPE.

3.2.2 Propuestas de la ESMA con respecto a los folletos de emisión de las SPACs

En lo concerniente a la ESMA, en su comunicado de 15 de julio, trata de promover una actuación coordinada de las autoridades nacionales del entorno europeo mediante una mayor homogeneidad en los requisitos de los folletos de emisión de las SPACs. En este sentido, los reguladores

³⁸ Igualmente, se logra, tal y como proponía Gary Gensler en sus declaraciones ante la Healthy Markets Association en diciembre de 2021, que dos situaciones que son iguales en cuanto a su fondo, como lo son una salida a bolsa tradicional y una salida a bolsa tras la fusión con una SPAC, sean tratadas de una misma forma por el regulador, y por lo tanto no resulte más gravosa una alternativa que otra por motivos regulatorios.

nacionales deberán atender a las recomendaciones de la ESMA a la hora de regular la publicidad de información de las SPAC en relación con los folletos de emisión (Pérez Guerra, 2021). En particular, la ESMA establece una serie de directrices que habrían de orientar la configuración que las autoridades nacionales competentes realicen sobre los folletos de emisión de las SPACs (European Securities and Markets Authority, 2021), debiendo informarse sobre:

1. Factores de riesgo y posible dilución de la participación de los accionistas tras la combinación de negocio o debido a la remuneración en acciones a los *sponsors*.
2. Estrategia y objetivos de la SPAC y criterios que habrán de ser utilizados para seleccionar el *target* de la combinación de negocio.
3. Planes para el depósito de los fondos, y políticas de reinversión de los intereses devengados por dichas cuentas de depósito.
4. Experiencia relevante de los *sponsors*.
5. Posibles conflictos de interés de los *sponsors*. La ESMA pone gran énfasis en este punto, recomendando que las autoridades nacionales competentes deberán comprobar que se provee información sobre conflictos de interés en relación a:
 - a) La pérdida de la inversión de los *sponsors* si no se logra realizar la combinación de negocio en plazo.
 - b) La existencia de cláusulas que restrinjan la operatividad de las acciones de los *sponsors*.
 - c) La posibilidad de que la SPAC realice la combinación con una empresa relacionada con los *sponsors*.
 - d) Las inversiones previas que puedan haber realizado los *sponsors* en el sector en el cuál se busca el *target*.
 - e) La inexistencia de obligación alguna que haga que los *sponsors* deban revelar los *targets* que identifican, y que por lo tanto puedan invertir ellos mismos en dichos *targets* prescindiendo de la SPAC.
6. Configuración de las acciones y *warrants* y derechos de los accionistas. En relación a este apartado, se debe incluir información sobre los derechos de reembolso de los que dispongan los accionistas. Igualmente se deberá informar sobre los derechos de los accionistas en lo concerniente a la aprobación de la combinación de negocio. Es además interesante la mención por parte de la ESMA de que las autoridades nacionales deberán garantizar que el nivel de información provisto a los accionistas en relación con la combinación de negocio sea equivalente al publicado en el folleto de emisión inicial.
7. Existencia de accionistas mayoritarios y en su caso, su especial régimen en relación con derechos de voto.

8. Existencia y detalles de posibles operaciones vinculadas.
9. Intereses materiales que existan sobre la SPAC.
10. Posibles necesidades de financiación para la adquisición más allá de los fondos captados en la OPV. Igualmente, se habrá de informar sobre el funcionamiento de las acciones y *warrants* de los *sponsors*, dado que éstas suelen ser utilizadas para financiar la SPAC en sus etapas iniciales.
11. Voluntades de los *sponsors* en relación con la subscripción de acciones en la OPV, además de información sobre la expresa voluntad de particulares de suscribir más de un 5% de las acciones de la OPV.
12. Información sobre el precio por acción ofertado en la OPV, junto con el coste efectivo para los *sponsors* de dichas acciones.

Añade finalmente la ESMA que considera conveniente que los folletos informativos de las SPACs incluyan (i) la futura remuneración de los *sponsors*, (ii) la participación de los *sponsors* en la SPAC y otras partes vinculadas, (iii) información sobre posibles cambios en la administración de la sociedad tras la combinación de negocio y (iv) detalle sobre el devenir de la SPAC en el caso de que eventualmente no se logre realizar a tiempo la combinación de negocio.

Capítulo 4. Problemas morales, desafíos regulatorios y consideraciones adicionales

4.1 Cuestiones morales de la participación de los sponsors.

Es cuestionable la participación de los *sponsors* de la SPAC en los procesos de aprobación de las combinaciones de negocio. Si bien es cierto que en tanto partícipes de la SPAC, debería permitírseles participar de la votación de una cuestión trascendental para el propio vehículo, podría considerarse que resultaría conveniente excluirlos de la misma. Su exclusión de la votación respondería a una mayor protección a los inversores de la SPAC.

Esta es una cuestión candente que aún no se ha resuelto, existiendo legislaciones que prohíben la participación de los *sponsors* en las votaciones de la combinación de negocio, al igual que hay países que han optado por autorizarla y otros que no se han pronunciado sobre la materia. Además, su importancia es significativa, en tanto que de la votación dependerá el porvenir de la SPAC y de los fondos captados por la misma. Cabe en este sentido destacar que la exclusión de los fundadores de la SPAC de la votación dificultará la aprobación de la combinación de negocio, dado que los *sponsors* suelen acumular en torno a un veinte por ciento de las acciones de la SPAC y por ende suelen ser la fuerza de votación mayoritaria de las mismas (Freshfields, 2022).

4.2 Conflictos de intereses. Estudio de los retornos de los sponsors.

La existencia de conflictos de interés es una característica natural de las SPAC en tanto que es un vehículo en el cuál los *sponsors* se encuentran económicamente incentivados a efectuar la combinación de negocio – llegado al punto en que se aproxima la fecha de caducidad de la SPAC, puede que incluso independientemente de la calidad de la empresa objetivo o del porvenir de los accionistas de la SPAC. Esto ocurre porque, tal y como se ha explicado anteriormente, los *sponsors* de la SPAC reciben participaciones y *warrants* en la SPAC por su gestión y esfuerzo de búsqueda. A la vez que se da esta circunstancia, ocurre que los *sponsors* de la SPAC están expuestos al riesgo de no lograr efectuar una combinación de negocio en el plazo legal o estatutariamente establecido – en cuyo caso pasarían a tener que devolver los fondos recaudados a los accionistas de la SPAC, mientras que sus participaciones pierden su valor y éstos pasan a no recuperar los gastos efectuados en la gestión de la SPAC. Es esta una situación muy perniciosa para los gestores de la SPAC, que por ende se verán incentivados a conseguir materializar la combinación de negocio en el plazo establecido, aún a costa de la calidad de la empresa objetivo.

En este sentido, se han llevado a cabo iniciativas para minimizar el efecto de estos conflictos de interés, como lo es la exigencia por parte de los entes reguladores de publicar y enumerar los conflictos de interés existentes. Con respecto a este tema, la SEC viene exigiendo la publicación de esta clase de información desde hace tiempo (Kaufman & Kavanaugh, 2021). Además, cabe recordar que, entre las normas propuestas por la SEC el 31 de marzo de 2021 se incluye la exigencia de publicar información sobre los potenciales conflictos de interés que rodean específicamente a cada SPAC.

4.3 Soluciones propuestas y medidas protectoras del accionista particular.

En primer lugar, se erige como principio fundamental de la regulación que habrán de implementar las naciones la publicación de información relevante y su facilidad de acceso para el accionista particular (Fernández Torres, 2021). La forma en que dicha información habrá de transmitirse será mediante folletos de emisión.

En cuanto a los folletos de emisión, hay dos puntos concretos que debemos estudiar; por un lado los criterios que deben inspirar la elaboración de los folletos, y en segundo lugar la posible necesidad de elaborar un folleto de emisión en relación con la combinación de negocio.

El propio Gary Gensler declaró³⁹ en relación con los folletos de emisión simplificados de las SPACs, que plantean problemas de asimetría informativa, de conflictos de interés y poca transparencia en cuanto a la remuneración de los *sponsors*.

Además, parece conveniente equiparar la información que se ha de publicar con relación a la salida a bolsa de la SPAC con aquella referente a la combinación de negocio. Esto permitiría a los accionistas de la SPAC tomar una decisión informada, a la vez que se equipararía la posición de los distintos participantes de la SPAC (en particular se lograría en cierta medida evitar que los inversores PIPE actúen con más información de la disponible para los accionistas particulares).

4.4 Consideraciones adicionales, la fiscalidad de las SPAC

Serán en el futuro críticas las decisiones que adopta el legislador con relación a la regulación fiscal en torno a las SPAC (Cátedra Garrigues, 2022). En particular será importante estudiar una serie de materias que pueden resultar problemáticas. En relación con el reembolso de las acciones

³⁹ Gary Gensler ante la Healthy Markets Association el 9 de diciembre de 2021.

de accionistas, es incierta la forma en que se articulará fiscalmente la remuneración de los *sponsors*. Importancia de la localización a efectos fiscales de los *sponsors* (en el caso de utilizar un vehículo para agrupar a los *sponsors*) y dónde se localiza la SPAC.

Además, habrá que observar una serie de elementos delimitadores y especificadores de la renta como lo serán las siguientes cuestiones:

- i. ¿Cuándo se genera la renta?
- ii. ¿Cómo se cuantifica la renta?
- iii. ¿Cómo se clasifica la renta?

Además, habrá que atender a la forma en que se regulan los *warrants*. La figura de los *warrants* puede resultar en la entrega del subyacente o en su liquidación en efectivo. En función de cuál sea el *strike price* de los mismos, será económicamente beneficiosa la ejecución de los *warrants*, o su valor será nulo en tanto que la cotización sea inferior a su precio de ejercicio. Igualmente, los *warrants* podrán ser intercambiados en los mercados de valores desde la salida a bolsa de la SPAC. Finalmente, de acuerdo con la regulación actual no está claro si va a haber o no tributación con respecto a los *warrants*, pudiendo depender en función de si el *warrant* es o no transmisible (Cátedra Garrigues, 2022).

Capítulo 5. Conclusiones del estudio

5.1 Conclusiones

La reciente popularidad de las SPAC en los mercados internacionales es innegable⁴⁰, y por ende será interesante estudiar cómo decide el legislador español introducir esta figura en nuestro ordenamiento jurídico. Si bien es cierto que ha habido numerosas polémicas⁴¹ históricamente en torno a las SPAC (y previamente en torno a las empresas de cheque en blanco), es igualmente cierto que su existencia cumple un propósito en el mercado financiero y que ofrecen ventajas con respecto a la alternativa de la salida a bolsa tradicional mediante OPV y OPS.

El legislador debe por lo tanto valorar los beneficios que ofrecen las SPAC para ciertos participantes del mercado, siendo para algunas empresas y en determinadas circunstancias, la mejor opción para salir a bolsa⁴², captar fondos y obtener liquidez. Igualmente debe el legislador actuar con cautela en esta materia, no dejando a los inversores (en particular al inversor individual), indefensos ante un vehículo de inversión complejo, en el que abundarán los conflictos de interés tal y como se ha explicado anteriormente, y que puede ser y ha sido objeto de especulación y de tácticas de marketing.

Se instituye en este sentido como característica fundamental que habrá de inspirar al legislador la transparencia en la información, en la existencia de intereses contrarios entre los distintos participantes de la SPAC, y en los objetivos de los *sponsors* y sus métodos y criterios empleados en la búsqueda de una combinación de negocio.

Solamente a través de una equiparación de la información disponible para los distintos participantes de la SPAC, y de la transparencia de los *sponsors*, se consigue evitar la existencia de situaciones de indefensión del inversor particular.

⁴⁰ (S&P Global - Market Intelligence, 2021)

⁴¹ (Heyman, 2007)

⁴² (Harvard Business Review, 2021)

Capítulo 6. Bibliografía

- Bank of America Global Research. (2021). *The rise of SPACs - A primer on SPAC structures & impact to capital markets.*
- Barclays Research. (2022). *A turbulent and sobering year for SPACs.*
- BofA Insight Data. (2020).
- Bolsas y Mercados Españoles. (s.f.). *El Valor de Cotizar.*
- Camacho Núñez, A. (2022). *Las SPACS Españolas.*
- Cándido, C. (12 de Noviembre de 2020). La CNMV abre la puerta a la fórmula SPAC: una alternativa al proceso de salida a bolsa. *El Economista.*
- Cátedra Garrigues. (2022). Jornada "Las SPAC en la regulación española".
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2021). *Boletín de la CNMV del Trimestre III.*
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2021). *Comentarios del Comité Consultivo de la CNMV - Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión.*
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (s.f.). *Las ofertas públicas de acciones (OPV/OPS).*
- Damodaran, A. (2021). *Interest Rates, Earning Growth and Equity Value: Investment Implications.*
- Damodaran, A. (2021). The Rise of SPACs: IPO Disruptors or Blank Check Distortions?
- Dirección General del Tesoro y Política Financiera. (2021). *Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión.*
- Elstein, A. (2004). Investors endorse blank-check firms.
- European Securities and Markets Authority. (2021). *15th of July Public Statement.*
- EY . (2022). *Global IPO market experiences significant slowdown in Q1 2022.* Obtenido de https://www.ey.com/en_gl/ipo/trends
- Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: a review of Theory and Empirical work.*
- Fernández Torres, I. (2021). Special Purpose Acquisition Company (SPAC): Una aproximación jurídica desde la perspectiva del Derecho español. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil.*

- Financial Conduct Authority. (2021). *Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules.*
- Freshfields. (2021). *SPAC Momentum Continues in Europe with Further Listings in Amsterdam and Frankfurt and Reform in London.*
- Freshfields. (2022). *2021 De-SPAC Debrief.*
- García Enterría, J. (2022). Cátedra de Garrigues - Las SPACs en la regulación española.
- Greenspan, R. (2021). *Money for Nothing, Shares for Free. A Brief History of the SPAC.*
- Harvard Business Review. (August de 2021). *SPACs: What You Need to Know.* Obtenido de Harvard Business Review: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know#:~:text=SPACs%20offer%20target%20companies%20specific,fees%2C%20and%20fewer%20regulatory%20demands.>
- Heyman, D. K. (2007). *From Blank Check to SPAC: the Regulator's Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation.*
- Kaufman, D., & Kavanaugh, H. (2021). *SEC urges SPACs to include disclosures of conflicts of interest.*
- Klausner, M., Ohlrogge, M., & Ruan, E. (2022). *A sober look at SPACs.*
- Ley de Sociedades de Capital.* (s.f.).
- Marks, H. (2020). *Coming into Focus.*
- Morningstar Equity Research. (2021). *Are SPACs a Net Positive or Negative for Investment Banks?*
- Morrison Foerster. (2022). *SEC Proposes Sweeping Regulations Regarding SPAC and De-SPAC Transactions that Could Have a Chilling Effect on SPACs and Other Market Participants.*
- Palá Laguna, R. (2021). El reconocimiento de las peculiaridades de la SPAC en la proyectada reforma de la Ley de Sociedades de Capital.
- Peinado Garcia, J. I. (2022). Cátedra de Garrigues - Las SPACs en la regulación española.
- Pérez Guerra, C. (2021). Comunicado de la AEVM sobre el contenido del folleto informativo de admisión a negociación de la SPAC.

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

S&P Global - Market Intelligence. (2021). *The Rise of the SPAC: What's Behind the Boom and Where Does It Go from Here?*

Sasson, R. (2022). *SPAC Talk: Feeling the Squeeze.*

SPACinsider. (2022). *SPAC IPO Transactions: Summary by Year.*

Ventoso, A., & Rubio, M. (2021). *The Initial Public Offerings Law Review: Spain.*

Water Tower Research. (2022). *SPAC Talk - Feeling the Squeeze.*