

Marzo 2023

Mercantil

## LAS SOCIEDADES COTIZADAS CON PROPÓSITO PARA LA ADQUISICIÓN (“SPAC”)

### RESUMEN

La Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (“**LMV**”) ha sido recientemente publicada en el BOE el pasado día 18 de marzo de 2023, entrando en vigor a los veinte días de su publicación, esto es, el próximo 7 de abril de 2023. Esta nueva ley deroga el anterior Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprobaba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Entre otras muchas novedades, una de las más destacadas es la regulación de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición, conocidas también como “*special purpose acquisition company*” (“**SPAC**”).

### 1. LAS SPAC ATERRIZAN EN ESPAÑA, PERO ¿QUÉ SON Y CÓMO FUNCIONAN?

- Se trata de un tipo de sociedad que sale a cotizar en bolsa sin una actividad operativa para, más tarde, con los fondos recaudados durante el proceso de salida a bolsa, buscar posibilidades de adquisición de nuevas empresas antes de un periodo de tiempo determinado.
- Se constituye con el único objeto de adquirir la participación (total o parcial) en el capital de otra sociedad (cotizada o no), ya sea directa o indirectamente, a título de compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u otras operaciones análogas (este proceso es conocido como “**de-SPAC**”), en un sector concreto y antes de un periodo determinado.
- Su única actividad hasta ese momento será la oferta pública de valores inicial, la solicitud a admisión de negociación, y las conducentes a la adquisición que sea aprobada por la junta general de accionistas.
- Hasta la formalización de la operación de-SPAC, los fondos recaudados por la SPAC en la oferta pública de suscripción para su salida a bolsa, deberán quedar inmovilizados en una cuenta transitoria (o cuenta *escrow*), que no es más que una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la SPAC.

Este nuevo vehículo de inversión se presenta como una importante fuente de financiación para las empresas en España. Como singularidades ofrece:

- Convertirse en una figura alternativa que se ofrece en el mercado de inversión.
- Menor rigidez y más agilidad que una salida a bolsa tradicional.

- Protección con que se dota a los inversores (con los mecanismos de reembolso, que más adelante detallaremos).
- Amplio límite temporal del que dispone para la consecución de la operación de-SPAC.
- Adaptación a la normativa de las ofertas públicas de adquisición (“OPAs”), beneficiándose de ciertas exenciones.

## Breve histórico en otras jurisdicciones

Las SPAC han tenido un creciente protagonismo en Estados Unidos desde la década de 1990, logrando su culmen en el año 2021. Fue tal su éxito en 2020, que 219 SPAC llegaron a recaudar la cifra récord de 73 mil millones de dólares, que según el portal [markets.businessinsider.com](https://markets.businessinsider.com), representa un aumento interanual del 462% de los ingresos recaudados. Siguió su crecimiento en el año 2021, en el que, en tan sólo el primer trimestre, se obtuvo alrededor de 166 mil millones de dólares con los acuerdos de aproximadamente 400 SPAC. Por primera vez en la historia, en el año 2021 en el mercado norteamericano hubo más salidas a bolsa vía SPAC que de forma tradicional.

En la actualidad, se calcula que hay aproximadamente 500 o 600 SPAC norteamericanas en búsqueda de nuevas empresas (“target”), con unos fondos de alrededor de 50 mil millones de euros.

Aunque las SPAC no han tenido la misma repercusión y crecimiento en el marco europeo, su expansión por Centroeuropa ha sido imparable, ganando la carrera los Países Bajos, pero teniendo también una importante presencia y utilidad en países como Alemania, Francia, Luxemburgo e Italia.

## ¿Qué las diferencia de una salida a bolsa tradicional?

En realidad, las SPAC cumplen con los mismos trámites que los de una salida a bolsa tradicional, pero al ser entidades que no tienen actividad, goza de ciertas salvedades que hacen su proceso más ágil y práctico. Su admisión a cotización en el mercado bursátil se lleva a cabo sólo con los fondos recaudados de los inversores durante el proceso de salida a bolsa.

## 2. RÉGIMEN APLICABLE A LAS SPAC

Las SPAC están reguladas en la disposición final sexta de la LMV, la cual modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio (“LSC”), introduciendo un nuevo capítulo VIII bis denominado “*Especialidades de las Sociedades Cotizadas con Propósito para la Adquisición*” en el título XIV de la LSC (en el que se regulan las sociedades anónimas cotizadas), que comprenderá los nuevos artículos 535 bis a 535 quinquies, y que contienen las particularidades del régimen aplicable a las SPAC.

En definitiva, las SPAC son sociedades anónimas de nueva creación a las que les es aplicable el régimen de las sociedades anónimas cotizadas, con las especialidades recogidas en el nuevo capítulo VIII bis de la LSC.

## ¿Qué tipos de SPAC se contemplan?:

- (i) SPAC que son sociedades anónimas españolas que cotizan en un mercado regulado español.

- (ii) SPAC que son sociedades anónimas españolas que cotizan en un mercado regulado de otro Estado miembro del Espacio Económico Europeo, o en uno equiparable de un tercer Estado, y no lo estén en un mercado español (con las especialidades previstas en el artículo 495.3 de la LSC).
- (iii) SPAC que tengan valores (acciones) admitidos a negociación en sistemas multilaterales de negociación<sup>1</sup>.

Las especialidades referidas, dejarán de aplicarse una vez se haya consumado la operación de-SPAC para la que fue creada la SPAC (una vez se haya inscrito la fusión o escisión, o se haya formalizado la adquisición del *target*). A partir de este momento, la sociedad resultante tendrá la regulación que le corresponda según el tipo de sociedad que sea conforme a los apartados anteriores (i), (ii) y (iii).

## ¿Qué especialidades ofrece el régimen de las SPAC?

Al momento de constitución de la SPAC, la sociedad objetivo no está identificada. El accionista invierte los fondos en la oferta pública de suscripción sin saber qué sociedad será el objetivo de la operación de-SPAC. Es por ello que la norma ha dotado de una especial protección a este tipo de inversores, introduciendo, como una de las particularidades más destacadas, los **mecanismos de reembolso del accionista**.

## 3. ¿CON QUÉ DERECHOS DE REEMBOLSO CUENTA EL INVERSOR EN UNA SPAC?

La LMV introduce, como novedad, mecanismos de reembolso del accionista que quiera desinvertir su capital en una SPAC.

- Se trata de incentivar la inversión en las SPAC ofreciendo a los inversores una garantía de devolución del valor de su inversión (*money-back guarantee*).
- Todas las SPAC tienen la **obligación de incorporar al menos uno de los siguientes mecanismos de reembolso** (salvo que asuman el compromiso de realizar la reducción de capital social que indicamos más adelante):

### a) Introducción en los estatutos sociales de un derecho de separación del accionista.

## ¿Cuándo y cómo se puede ejercitar el derecho de separación?

- El accionista podrá ejercitarlo únicamente una vez que la SPAC haya anunciado la adquisición o fusión proyectada sobre la sociedad objetivo.

---

<sup>1</sup> Son aquéllos que, operados por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, han de tener como objeto social exclusivo la gestión de un sistema que permita reunir, según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros.

Además de los mercados regulados, en el mercado español operan sistemas multilaterales de negociación que negocian tanto acciones admitidas en mercados regulados (Bolsas) como valores de Deuda Pública y de Renta Fija Privada o Deuda Corporativa. De esos Sistemas Multilaterales de Negociación, destacan los siguientes: BME MTF Equity que incluye BME Growth, Portfolio Stock Exchange y MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), entre otros.

- El sentido del voto es independiente al ejercicio del derecho de separación del accionista<sup>2</sup>, sin que resulte lo dispuesto en el artículo 346.1 de la LSC (relativo a las causas legales de separación del socio) → Al contrario de lo dispuesto hasta ahora en la LSC, el accionista puede votar a favor de la operación de-SPAC en la junta general de accionistas y, posteriormente, ejercitar su derecho de separación (lo que en Estados Unidos se conoce como “*approve and redeem*”), con independencia del voto del accionista en la junta correspondiente y,
- Excepción relativa al derecho ordinario de separación: se excluye expresamente la causa de separación en el caso de sustitución o modificación del objeto social (art. 346.2 LSC) de la SPAC como resultado de la operación de-SPAC.

**b) Emisión de ACCIONES DE RESCATE sin la aplicación del límite máximo y de las previsiones establecidas, respectivamente, en el artículo 500 y 501 de la LSC.**

### ¿Qué son las acciones de rescate y qué peculiaridad tienen en las SPAC?

Son las que se adquieren bajo la condición de que la entidad (en este caso, la SPAC) pueda amortizarlas o recuperarlas en un plazo de tiempo determinado.

La SPAC deberán emitir acciones de rescate sin que le aplique los límites y previsiones establecidas en los artículos 500 y 501 de la LSC<sup>3</sup>.

En el caso de las SPAC, será la entidad la que establezca el plazo de tiempo para la recuperación de estas acciones a solicitud de los accionistas que lo fueran en la fecha establecida al efecto, hayan votado o no a favor de la operación de-SPAC en la junta correspondiente.

### ¿Cuál es el valor de reembolso del accionista con estos dos mecanismos?

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 donde se han depositado los fondos recaudados.

### c) El mecanismo de reembolso alternativo de las SPAC

No obstante, las SPAC tiene un mecanismo de reembolso alternativo como excepción a estos dos anteriores: el **compromiso de realizar una reducción de capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su amortización.**

<sup>2</sup> Aun cuando es común que las SPAC emitan acciones y también *warrants*, no se ha hecho mención expresa a estos instrumentos financieros en la LMV. Podría darse el caso del ejercicio del derecho de separación respecto a las acciones de un accionista de la SPAC, pero el mantenimiento de sus *warrants*.

<sup>3</sup> **Límites del artículo 500 LSC:** (i) rescate por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social; (ii) deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción; (iii) si se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.

**Límites del artículo 501 LSC:** (i) deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la junta general con la finalidad de financiar la operación de amortización; (ii) si se amortizarán estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas; (iii) en el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones.

Para ello, deberá formular una oferta pública de adquisición (OPA) por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias<sup>4</sup>.

En este caso, y siempre que se realice el reembolso antes o en el marco de la operación de-SPAC, la oferta mencionada deberá incluir las siguientes previsiones:

|  |  |
|--|--|
| <p style="text-align: center;"><b>LA FIJACIÓN DEL PRECIO</b></p> <p>El precio de la OPA será el importe equivalente a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria en el momento del ejercicio del derecho de reembolso → de este modo, <b>se simplifica y agiliza</b> la forma de fijación del precio de la OPA para este caso especial.</p>  | <p style="text-align: center;"><b>NO HAY LÍMITE DE AUTOCARTERA</b></p> <p>No será de aplicación a la SPAC el <b>límite máximo de autocartera</b> regulado en el artículo 509 de la LSC → el valor nominal de las acciones propias adquiridas directa o indirectamente por la SPAC (sumándose al de las que ya posean la sociedad adquirente y sus filiales y, en su caso, la sociedad dominante y sus filiales) <b>podrá ser superior al 10% del capital suscrito</b>.</p> |
| <p style="text-align: center;"><b>AMORTIZACIÓN O ENTREGA</b></p> <p>Con las acciones en autocartera la SPAC podrá:</p> <p>(i) <b>Amortizarlas</b>, o</p> <p>(ii) Aprobar su <b>entrega en canje</b> a los accionistas de la sociedad objetivo <b>como contraprestación total o parcial</b> de la operación de-SPAC → de esta forma se “reutilizan” las acciones objeto de la reducción, sin tener que emitir nuevas.</p> | <p style="text-align: center;"><b>NO HAY DERECHO DE OPOSICIÓN DE LOS ACREEDORES</b></p> <p><b>No existirá derecho de oposición de los acreedores</b> que generalmente existe en las reducciones de capital, siempre que la SPAC haya limitado sus actividades a la oferta de acciones y las conducentes a la adquisición o fusión de la sociedad objetivo.</p>   |

#### 4. PECULIARIDADES DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPAS) EN LAS SPAC TRAS LA OPERACIÓN DE-SPAC O EL MECANISMO DE REEMBOLSO

La LMV establece **dos excepciones a la obligación de formular OPA** aplicables a las SPAC:

En el caso de que, **como consecuencia de la operación de-SPAC**, algún accionista alcanza, directa o indirectamente, una participación de control<sup>5</sup> de la sociedad resultante de la operación de-SPAC, dicho accionista estará exceptuado de la obligación de formular OPA.

Los supuestos en que, **como consecuencia del mecanismo de reembolso** que se configure (derecho de separación, emisión de acciones rescatables o reducción del capital), algún accionista alcance, directa o indirectamente, una participación de control de la propia SPAC, dicho accionista estará exceptuado de la obligación de formular OPA.

<sup>4</sup> OPA del artículo 12 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

<sup>5</sup> Según el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición.

## ¿Por qué se exceptúan estos dos supuestos a la obligación de formular OPA?

Ambas excepciones persiguen el propósito de evitar que los accionistas se encuentren ante la obligación de tener que formular una OPA obligatoria por el hecho de alcanzar una participación de control. Ya sea por alcanzar dicha participación de control en el marco de la operación de-SPAC (primera excepción), o de manera improvisada y sobrevenida en el supuesto de la segunda excepción (esto es, cuando el accionista alcanza una participación de control como consecuencia de la ejecución de alguno de los mecanismos de reembolso).

La aplicación de estas dos excepciones será automática, es decir, no necesitará del consentimiento y/o reconocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

## 5. OTRAS CUESTIONES

Otras cuestiones relevantes que surgen a raíz de la nueva regulación y que aplican en exclusiva a las SPAS son:

### ¿Existe un plazo de tiempo para que la SPAC formalice la operación?

Sí, la LMV atribuye a la SPAC un plazo de 36 meses como máximo para formalizar el acuerdo de adquisición de la sociedad objetivo, que deberá contemplarse en los estatutos sociales de la entidad. Este plazo podrá ser ampliado hasta un máximo de 18 meses adicionales, siempre que sea aprobado en la junta general de accionistas con los mismos requisitos exigibles a una modificación estatutaria.

### ¿Qué ocurre si todos los inversores deciden activar los mecanismos de reembolso y se produce una drástica reducción de los fondos de la SPAC?

En este caso, la SPAC se puede (y debe) proteger con mecanismos como (i) el límite sobre el porcentaje de acciones sobre las que el accionista (o accionistas actuando en conjunto) puedan solicitar su reembolso; (ii) la renuncia por parte de sus consejeros, ejecutivos y patrocinadores a estos derechos de reembolso en relación con las acciones que puedan tener de la SPAC; (iii) la previsión de un nivel mínimo de fondos necesarios para llevar a cabo la operación de-SPAC; (iv) la obtención de financiación u obtención de capital adicional, a través de, por ejemplo, formas de inversión privada en capital público ("*private investors in public equity*" o "PIPE"), y/o la suscripción de contratos vinculantes entre la SPAC y determinados inversores en el momento de la salida a bolsa, mediante el cual éstos se comprometan a suscribir acciones de la sociedad resultante de la operación de-SPAC ("*forward purchase agreements*").

### ¿Qué ocurrirá cuando se consume la operación de-SPAC?

Como hemos mencionado, las especialidades mencionadas dejarán de aplicarse una vez se haya consumado la operación de-SPAC para la que fue creada la SPAC (una vez se haya inscrito la fusión o escisión, o se haya formalizado la adquisición del *target*). A partir de este momento, la sociedad resultante tendrá la regulación que le corresponda según el tipo de sociedad que se

### ¿Hay alguna formalización que cumplir en cuanto a su denominación social?

Sí, deberá contener la siguiente indicación: "Sociedad cotizada con propósito para la adquisición", o su abreviatura, "SPAC, S.A", hasta que se formalice la operación de adquisición que sea aprobada.

## ¿Deben cumplir con la obligación de publicar un folleto explicativo?

En principio no, aunque lo puede exigir la CNMV.

Precisamente una de las ventajas más relevantes de este tipo de sociedades es que para la cotización de los valores en un mercado regulado **no necesitan, en principio, emitir el folleto de emisión y de admisión** regulado en el Reglamento de Folletos<sup>6</sup>. Este documento es **sustituido por un documento específico de exención**<sup>7</sup> (el “Documento de Exención”). Y lo ventajoso de este Documento de Exención es que **no requiere de revisión ni aprobación por parte de ninguna autoridad competente**. Por ello, como mencionábamos al principio, esta iniciativa de inversión se formula como una manera ágil y práctica de salir a bolsa.

Así, las operaciones de-SPAC se puedan acoger a las excepciones<sup>8</sup> previstas en el Reglamento de Folletos, no existiendo obligación, por tanto, de publicar el folleto de emisión y de admisión regulado en el Reglamento de Folletos.

No obstante, se ha de tener en cuenta que **la CNMV, atendiendo a la naturaleza y complejidad de la operación, podrá exigir igualmente la elaboración y publicación de un folleto** en el sentido y con las características del Reglamento de Folletos, lo que supondría que aquel deberá ser supervisado y aprobado por dicho órgano.

## ¿TIENE ALGUNA CONSULTA?

Desde el Área de Mercantil trabajamos para poder dar respuesta a las dudas que la actual situación pueda plantear. Si tiene alguna consulta, no dude en ponerse en contacto con nosotros.

## CONTACTO:

Ignacio Aragón  
Socio del Área de Mercantil  
[ignacio.aragon@dwf-rcd.law](mailto:ignacio.aragon@dwf-rcd.law)  
[www.dwf-rcd.law](http://www.dwf-rcd.law)

<sup>6</sup> 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 (el “Reglamento de Folletos”).

<sup>7</sup> De conformidad con los requisitos del Reglamento delegado 2021/528, de 16 de diciembre de 2020, por el que se completa el Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al contenido mínimo de información del documento que debe publicarse con objeto de acogerse a una exención de la obligación de publicar un folleto en relación con una adquisición mediante una oferta de canje, una fusión o una escisión.

<sup>8</sup> Contempladas en el artículo 1, apartado 4, letra g), y en el apartado 5, letra f), respectivamente, 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.