

La proyectada reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de SPAC, S. A.

Reyes Palá Laguna

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo

En el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores se recoge una modificación de la Ley de Sociedades de Capital que establece particularidades en el régimen jurídico de las sociedades cotizadas con propósito para la adquisición (SPAC).

1. En el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión sometido a audiencia pública por el Ministerio de Asuntos Económicos el pasado 5 de mayo se recoge la reforma de la Ley de Sociedades de Capital que incluirá, de prosperar el texto, un régimen jurídico para las *special purpose acquisition companies* (SPAC) o «sociedades cotizadas con propósito para la adquisición», como son denominadas por el citado anteproyecto, sociedades anónimas especiales carentes hoy de regulación específica en nuestro derecho.

La primera observación al anteproyecto en este punto es que el texto está incompleto. En efecto, la disposición final segunda del texto sometido a consulta pública comienza diciendo: «Disposición final segunda. *Modificación del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Se introduce un nuevo capítulo VIII bis denominado “Especialidades para sociedades cotizadas con propósito para la adquisición” en el título XIV que comprenderá los nuevos artículos 535 bis a 535 quinqués [sic] con el siguiente contenido: [...]»*, pero a continuación sólo

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

Maquetación: Rosana Sancho Muñoz • Diseño: José Ángel Rodríguez León y Ángela Brea Fernández

se recogen los proyectados 535 *bis* y 535 *ter*, faltando el texto de los artículos 535 *quater* y 535 *quinquies*. De ahí que en este comentario nos limitemos al texto publicado, sin perjuicio de que efectuemos observaciones que probablemente estén recogidas en los dos nuevos artículos no incluidos en esta disposición final segunda por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital.

2. En la exposición de motivos del anteproyecto se explica, aunque de manera excesivamente centrada en la fusión por absorción, el funcionamiento de estas sociedades cotizadas especiales: «la SPAC consiste en la constitución de una sociedad cotizada que capta inversiones y cuyo objeto social exclusivo es la identificación de una empresa, generalmente no cotizada y con alto potencial de crecimiento», que finalmente adquiere. Se presentan en el texto como un «mecanismo alternativo a la salida a bolsa tradicional»; su reconocimiento podría por ello fomentar la «bursatilización de nuestra economía», reduciendo la dependencia del crédito bancario en la financiación de la empresa, que por esta vía —la entrada de la SPAC en su capital o la venta de la sociedad a la SPAC— obtendría financiación al margen de las operaciones bancarias activas.

La SPAC es lo que se conoce en derecho anglosajón como una *shell company*, constituida para captar inversores mediante una oferta pública y posterior solicitud de admisión a negociación; su objeto social exclusivo es la adquisición total o parcial de una empresa, generalmente no cotizada, aunque nada obsta a que se adquiriera una sociedad cotizada. En este sentido, el proyectado artículo 535 *bis* dispone que «[s]e entenderá por sociedad cotizada con propósito para la adquisición aquella que se constituya con el objeto de adquirir la totalidad o una participación en el capital de otra sociedad o sociedades cotizadas o no cotizadas, ya sea directa o indirectamente, a título de compraventa, fusión, escisión, aportación no dineraria, cesión global de activos y pasivos u otras operaciones análogas y cuyas únicas actividades hasta ese momento sean la oferta pública de valores inicial, la solicitud a admisión a negociación y las conducentes a la adquisición que, en su caso, sea aprobada por la junta general de accionistas».

3. El régimen del anteproyecto debiera ser aplicable tanto a las SPAC que solicitan la admisión a negociación de sus acciones en el mercado regulado (bolsas de valores) como a las que lo hacen en el *BME Growth* (sistema multilateral de negociación español). Las peculiaridades legales de estas sociedades especiales están previstas con carácter temporal y decaen en su aplicación «una vez formalizada la adquisición o inscrita la fusión», momento en el que deberán suprimir de su denominación social la indicación «Sociedad Cotizada con Propósito para la Adquisición» o su abreviatura «SPAC, S. A.» (art. 535 *bis*), lo que es una indicación preceptiva en el momento de su constitución.
4. De gran éxito en los últimos años en los mercados estadounidenses, en el europeo *Euro-next* cotizan más de treinta SPAC. El buen fin del negocio de captación de capital para destinarlo a futuras adquisiciones descansa en gran medida en el prestigio y en la experiencia

profesional de sus promotores (*sponsors*); en este sentido, las SPAC participan en los objetivos del capital riesgo con la importante diferencia de que la oferta pública a través de la cual se captan inversores —no necesariamente profesionales— no concreta la empresa que se va a adquirir una vez que la SPAC haya captado el capital previsto y haya sido admitida a cotización. De ahí que también se las conozca como sociedades «de cheque en blanco» (*blank check company*). Los fondos recaudados en la oferta pública quedan depositados en una o varias cuentas en *escrow*. A ello se refiere el proyectado artículo 535 bis cuando indica que «los fondos obtenidos en la oferta pública de valores se inmovilizarán en una cuenta abierta en una entidad de crédito a nombre de la sociedad cotizada con propósito para la adquisición».

5. El anteproyecto dedica el artículo 535 ter a regular el derecho de reembolso del que gozan los inversores —normalmente institucionales— de la SPAC. A tal efecto, se ofrecen tres posibilidades:
 - a) El reconocimiento de un derecho estatutario de separación una vez que se anuncie la adquisición o fusión proyectada, «con independencia del sentido del voto del accionista en la junta correspondiente».
 - b) La emisión de acciones rescatables «sin que resulte de aplicación el límite máximo y las previsiones establecidas, respectivamente, en el artículo 500 y 501 de la Ley de Sociedades de Capital», esto es, la emisión de acciones rescatables por la SPAC destinadas a los inversores para satisfacer el derecho al reembolso del socio no queda sujeta al límite de emisión por un importe nominal inferior a la cuarta parte del capital social y no rige la obligada amortización de las rescatables, ya con cargo a beneficios o reservas libres, ya con el producto de una nueva emisión cuya finalidad es, precisamente, permitir la amortización de estas acciones. La observancia de estos requisitos dificultaría la emisión de acciones rescatables por la SPAC a fin de permitir la salida del socio. Queda a la decisión de la sociedad la determinación del plazo de ejercicio del derecho de reembolso o del rescate de las acciones por la sociedad. De igual manera que en el supuesto anterior, se configura como elemento indiferente para el ejercicio de este derecho la circunstancia de que el socio haya votado a favor o en contra de la propuesta de adquisición (o se haya abstenido).

En estos dos casos el valor de reembolso de las acciones «será el precio de la oferta de suscripción previa a la admisión a cotización de las acciones de la sociedad o, de ser inferior, el importe equivalente a la parte alícuota del importe efectivo inmovilizado en la cuenta transitoria correspondiente».

- c) El tercer mecanismo que permite la salida del socio de la sociedad es el de la reducción del capital mediante adquisición de acciones propias para su amortización. Es de suponer que en los artículos no recogidos en el anteproyecto se elimina el límite máximo

del 10 % que rige para la autocartera de las cotizadas en el mercado regulado y en el sistema multilateral de negociación; en otro caso podría ser de difícil concreción en la práctica esta tercera posibilidad.

6. La reforma no aclara, por ejemplo, la inaplicación a los socios de la SPAC —que ha formalizado la adquisición de una sociedad— de la causa legal de separación recogida en la letra a del artículo 346 de la Ley de Sociedades de Capital: la sustitución o modificación substancial del objeto social. Esta modificación se producirá con la efectividad de la fusión por absorción, compraventa o cualquier otro negocio adquisitivo de una sociedad. Parece de buen sentido entender que no debiera reconocerse el derecho de separación al socio de la SPAC en estos casos, máxime cuando la sociedad debe ofrecerle la posibilidad de reembolsar sus acciones, ya sea por medio del ejercicio del derecho de rescate inherente a las acciones rescatables, del derecho estatutario de separación, o por la adquisición de las acciones por la SPAC para su amortización.

Guarda silencio también el anteproyecto sobre una situación que no es difícil de imaginar: la superación de los umbrales de la opa obligatoria cuando se produce una toma de control indirecta o sobrevenida, lo que podría frustrar la adquisición de la sociedad por la SPAC y la imposibilidad de cumplir con la función que desempeñan estas sociedades como mecanismo alternativo a la financiación bancaria. Tampoco se aclara si quedan sometidas a la normativa sobre gobierno corporativo —como cualquier cotizada en bolsa— sin distinciones o si las particularidades de la SPAC permiten alguna excepción.

Esperemos que, con la remisión del Gobierno —tras la fase de audiencia pública— a las Cortes Generales del Proyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, se complete el régimen de estas SPAC cuya forma de actuar se asemeja a la del *private equity* con recursos captados mediante una oferta pública de valores.