

Mercantil

AEVM: Comunicado a los supervisores nacionales sobre la información del folleto de admisión a negociación de la SPAC

El significativo aumento de la actividad de las SPAC en algunas jurisdicciones lleva a la AEVM a emitir recomendaciones a los supervisores para armonizar la información incluida en el folleto y a advertir de los riesgos inherentes a estas inversiones.

REYES PALÁ LAGUNA

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

1. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) ha emitido un Comunicado el 15 de julio del 2021 (ESMA 32-384-5209) en el que efectúa una serie de consideraciones que los supervisores nacionales deberían tener en cuenta a la hora de aprobar el folleto de oferta pública o de admisión a negociación de una SPAC (sociedad cotizada con propósito para la adquisición; en inglés: *special purpose acquisition company*), a la vista especialmente del principio de protección del inversor. Este principio le lleva a la autoridad europea a plantear si la inversión que propone la SPAC es adecuada para los inversores minoristas, dado el riesgo y la complejidad que entraña la inversión en acciones y *warrants* que emite la SPAC con ocasión del proceso de captación del ahorro del público. Las *warrants* que frecuentemente se emiten junto con las acciones permiten la adquisición adicional de acciones, de tener éxito la oferta, con un descuento respecto al valor de cotización.
2. Hemos de dejar sentado que la Autoridad Europea de Valores y Mercados carece de competencias en el ámbito del derecho de sociedades, de ahí que limite el contenido de su comunicado a la normativa del mercado de valores aplicable a estas SPAC cuando apelan al ahorro del público: el Reglamento de folletos del 2017 y la MiFID II

(especialmente en materia de gobernanza de producto), así como los actos delegados aprobados en desarrollo de estas normas.

3. De estas «sociedades cotizadas con propósito para la adquisición» (SPAC) nos hemos ocupado en nuestro *Análisis GA_P* «La proyectada reforma de la Ley de Sociedades de Capital en materia de SPAC, S. A.», con referencia a la modificación propuesta por el Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores de la Ley de Sociedades de Capital a fin de incluir especiales previsiones aplicables a estas sociedades anónimas, y a él nos remitimos. La preocupación de la autoridad europea viene por el éxito que están teniendo las salidas a bolsa de las SPAC en los mercados de valores europeos (señaladamente, Ámsterdam, París y Luxemburgo), siguiendo la estela de lo acaecido en los Estados Unidos, en donde en el 2020 más de la mitad del capital captado mediante ofertas públicas (IPO) procedía de las realizadas por las SPAC.
4. Puesto que son *blank check companies* cuyo objetivo es captar capital con ocasión de la solicitud a admisión a negociación de sus acciones en un mercado regulado para, posteriormente y una vez cotizadas, escoger una sociedad que adquirirán generalmente por medio de un proceso de fusión, el inversor ha de confiar en la experiencia profesional de sus promotores o *sponsors* al darles un «cheque en blanco» para que adquieran una compañía, cotizada o no, con la que fusionarse. Esa fusión habrá de ser aprobada por los accionistas de la SPAC. Como indica la Autoridad Europea de Valores y Mercados en un planteamiento general, es posible que esa operación no requiera de folleto informativo de acuerdo con el Reglamento de folletos, quedando por tanto la tutela de los intereses del socio

ceñida al ámbito societario y no al del Reglamento de folletos en esa tercera fase de la operativa de la SPAC. Por ello, la autoridad europea recomienda a los supervisores nacionales tener especialmente en cuenta la información que deben incluir en el folleto de admisión, adaptada a las características de la SPAC, y recuerda la normativa MiFID II en materia de gobernanza de producto, que obliga a detallar el mercado destinatario de, en este caso, las acciones y *warrants* de la SPAC. Debería valorarse cuidadosamente si los inversores minoristas son el mercado destinatario idóneo para estos valores mobiliarios, dados los riesgos inherentes a esta inversión.

La autoridad europea considera que el posible efecto dilutivo de la inversión, los conflictos de intereses en que pueden incurrir los promotores (*sponsors*) y la incertidumbre acerca de qué sociedad será la elegida finalmente por la SPAC para su adquisición son factores que conllevan que la oferta pública o la admisión a negociación pueda no ser apropiada para toda clase de inversores.

5. En este comunicado, la Autoridad Europea de Valores y Mercados se dirige a los supervisores nacionales para que tengan especialmente en cuenta, a la hora de aprobar el folleto de oferta pública o de admisión a negociación de la SPAC, si se han incluido en él una serie de datos especialmente relevantes que permitan a los inversores tener suficiente información acerca de las acciones y *warrants* que se les ofrecen.

No debe llamar en exceso la atención que, a lo largo del texto, la autoridad europea vaya refiriéndose a la información que ha de incluirse en el folleto —de acuerdo con los anexos 1 y 11 del Reglamento Delegado

2019/980 de la Comisión, de 14 de marzo del 2019, por el que se completa el Reglamento de folletos en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado— y vaya proponiendo las adaptaciones que considera necesarias dada la peculiaridad de estas SPAC.

El anexo 1 de este reglamento delegado está dedicado al documento de registro para valores participativos (en nuestro caso, acciones y *warrants*) y el anexo 11, a los valores participativos emitidos por organismos de inversión colectiva de tipo cerrado. Y es que la actividad de la SPAC es, con matices, funcionalmente similar a la de las entidades de capital riesgo y otros organismos de inversión colectiva de tipo cerrado desde el momento en el que captan capital del público para destinarlo a la adquisición de una sociedad, generalmente a través de una fusión societaria.

6. Por ello, la Autoridad Europea de Valores y Mercados incide en la conveniencia de que el supervisor nacional, a la hora de aprobar el folleto de admisión, tenga especialmente en cuenta la inclusión de una serie de datos, de entre los que destacamos los siguientes:

a) Respecto a los factores de riesgo, la descripción de los conflictos de intereses inherentes a las transacciones de la SPAC; la posible dilución de la inversión, por ejemplo, por el abono a los promotores de sus comisiones en acciones; el ejercicio de las opciones (*warrants*) o lo relacionado con la financiación de la adquisición. Se recomienda que los emisores ofrezcan una visión general de la

posible dilución en diferentes escenarios y que incluyan en el folleto una tabla o diagrama explicativo.

- b) Una descripción de la estrategia de negocio del emisor y de los objetivos, tanto financieros como no financieros —si existieran estos últimos—, así como de sus perspectivas de futuro y de posibles modificaciones de aquélla. Los supervisores han de asegurar que la SPAC aporta información detallada de su estrategia o política de inversión y de los criterios de selección de la sociedad que se vaya a adquirir en el futuro.
- c) El folleto ha de contener asimismo información sobre la cuenta o cuentas escrow y sobre la posible reinversión de los beneficios en el periodo que media desde la oferta pública hasta la adquisición de la sociedad objeto, incluyendo cualquier recurso a terceros para el desarrollo de esta actividad, así como, en su caso, información sobre la política de reinversión de los beneficios.
- d) A la hora de suministrar información sobre los conocimientos, experiencia y principales actividades de los miembros de los órganos de administración, de gestión o de supervisión de la SPAC, habría de referirse la principal actividad desempeñada por ellos al margen de la SPAC cuando esta información sea relevante respecto al emisor.
- e) La Autoridad Europea de Valores y Mercados incide especialmente en que se difunda información acerca de los posibles conflictos de intereses en que pueden incurrir los promotores. La autoridad nacional habría de cer-

ciorarse de que en el folleto se señala cualquier conflicto de intereses que surja de las siguientes situaciones: 1) que los promotores pierdan su inversión inicial si no se completa la adquisición de la empresa objeto de la SPAC llegado el plazo establecido en el folleto; 2) cualquier acuerdo limitativo de la disponibilidad de los valores de la SPAC por los promotores; 3) la posibilidad de que la SPAC invierta en sociedades vinculadas a los promotores; 4) el hecho de que los promotores y sociedades a ellos vinculadas hayan podido haber invertido ya en el mismo sector que el de la SPAC, y 5) el hecho de que los propios promotores y compañías a ellos vinculadas puedan adquirir la sociedad o sociedades objetivo de la SPAC.

- f) Respecto a las acciones, *warrants* y derechos de los socios, se ha de incluir en el folleto información detallada al respecto con referencia a los derechos de rescate y reembolso e información acerca de cualquier derecho relativo a la adquisición de la sociedad objeto de la inversión que haya de ser aprobado en la junta de socios de la SPAC. Deberá asimismo facilitarse información detallada respecto al procedimiento de aprobación de la operación de adquisición en la junta, incluido el régimen de mayorías para la adopción del acuerdo. Debe recordarse que el artículo 32 del Reglamento de folletos reconoce la facultad a los supervisores nacionales de «exigir a los emisores, oferentes o personas que soliciten la admisión a cotización en un mercado regulado que, en su caso, incluyan en el folleto información suplementaria para la protección del inversor», facultad que ha sido incorporada por referencia al Reglamento de

folletos en el artículo 234.15 de la Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente, los supervisores deberían asegurarse de que el folleto contenga una descripción detallada de la información que el emisor aportará en la junta de accionistas a propósito de la sociedad objeto de adquisición y de la combinación de negocio resultante de la, por lo general, fusión, especialmente de la eventualidad de que es posible que no se elabore el folleto informativo con ocasión de la adquisición de la sociedad. Esta inclusión debe permitir a los inversores valorar si el nivel de información acerca del negocio resultante en el futuro es el adecuado. El objetivo es que la información que se suministre sobre la operación sea similar a la que se incluiría en un folleto sometido a la aprobación del supervisor nacional.

- g) En relación con los accionistas significativos, la información incluirá la referencia a cualquier persona —no sólo administradores— que directa o indirectamente posea un interés en el capital de la SPAC o alcance el porcentaje de derechos de voto que obliguen a la comunicación de la participación en el derecho interno, así como la cifra de dicho interés y si los valores incorporan distintos derechos de voto. Y, si ello no es el caso, una declaración expresa al respecto.

También deberá aportarse información sobre operaciones con partes vinculadas, de manera similar a la contenida en el anexo I del citado Reglamento 2019/980. Por otra parte, si se incorporan en el folleto declaraciones o informes de expertos, ha de recogerse

cualquier servicio prestado al emisor por entidades asociadas a los promotores.

- h) Respecto a la información sobre el proceso de la oferta, si el emisor tuviera conocimiento de que éste no fuera a ser suficiente para financiar la adquisición de la sociedad objeto, debería incluirse una estimación acerca del origen y la cantidad de esos otros fondos suplementarios. Podría ser necesario suministrar información acerca de los distintos escenarios al respecto, de forma que el inversor cuente con información suficiente para realizar su inversión con conocimiento de causa. También se informará sobre el número de acciones y de *warrants* en poder de los promotores, dado que, en ocasiones, se utilizan para financiar a la SPAC durante el periodo previo a la adquisición de la sociedad objeto.
- i) Un apartado del modelo de folleto de emisión de los organismos de inversión colectiva de tipo cerrado es el referido a la información acerca de la intención de determinadas personas de suscribir la oferta: si los accionistas significativos o los miembros de los órganos de administración, de gestión o de supervisión tienen intención de suscribirla o el emisor tiene conocimiento de que existe un inversor interesado en adquirir más del 5 % de los valores objeto de la oferta, ha de hacerse constar también en el folleto de la SPAC.
- j) En relación con el precio de los valores ofertados, ha de señalarse cualquier diferencia entre dicho precio y el coste en efectivo que los miembros del órgano de administración y la alta dirección o personas a ellos vinculadas

en el año anterior a la oferta abonaron por ellos o por los derechos que les permiten su adquisición.

- 7. Al margen de esta información resultante de la adaptación a las peculiaridades de la oferta al público que realiza la SPAC, en aras de la convergencia supervisora en la Unión Europea, la Autoridad Europea de Valores y Mercados sugiere que los supervisores nacionales valoren la posibilidad de requerir a la SPAC para que haga constar en el folleto otros datos, tales como la remuneración futura de los *sponsor* o promotores y sus funciones en la sociedad resultante tras la fusión o adquisición del objeto de inversión de la SPAC, su participación accionarial directa o indirecta en esa sociedad o los posibles cambios en la gobernanza de la sociedad cotizada resultante de la adquisición. También debería incluirse información acerca de los escenarios que pueden plantearse ante las eventualidades de que los promotores no encuentren una sociedad para adquirir, de que la SPAC sea declarada en concurso o de que se produzca su exclusión de la negociación.

Termina la Autoridad Europea de Valores y Mercados su comunicado reconociendo que la información que se ha de incluir en el folleto de la admisión a negociación puede variar en función de las prácticas del mercado y del derecho societario nacional; por ello, el listado que recoge no es exhaustivo y los supervisores nacionales pueden requerir información adicional en aras de la protección del inversor.

- 8. Desde la perspectiva del derecho español, el contenido de este comunicado no va a ser de efectiva aplicación, puesto que nuestra legislación societaria no prevé excepciones al régimen de las causas legales de

separación del socio o de las acciones rescatables, entre otros extremos, en el caso de que una sociedad *salga a bolsa* con el propósito de adquirir en un determinado plazo otra sociedad, cotizada o no, que es el objetivo de las SPAC. La flexibilidad del derecho de sociedades en Holanda, el Reino Unido o Francia ha permitido que sea en estas jurisdicciones en donde las SPAC están siendo utilizadas como alternativa a la financiación bancaria para la adquisición de empresas. La inclusión de un régimen para las SPAC en el Anteproyecto de Ley

del Mercado de Valores, aunque fragmentario, permitirá el fomento de la financiación empresarial a través de los mercados de valores, si bien es cierto que la experiencia estadounidense demuestra que, en algunos casos, el inversor que ha adquirido acciones de la SPAC, una vez que ésta cotiza en el mercado regulado, obtiene menor rentabilidad de su inversión que la que consiguen los promotores (*sponsors*) del proyecto; de ahí las cautelas que la Autoridad Europea de Valores y Mercados propone adoptar frente a los inversores minoristas.

Advertencia legal: Este boletín 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.

Para más información, consulte nuestra web www.ga-p.com, o diríjase al siguiente e-mail de contacto: info@ga-p.com.