


# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

# RDM 182/183

1. CAMPOS, Daniel Pereira; ELIAS, Rafael Cimatti. Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias.
2. SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle
3. BRAUNE GUERRA, João Paulo. Das SPACs à brasileira às SPACs brasileiras: Uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição
4. VELLOSO, Fabiana Pereira. Ex Ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping
5. ZANELATTO, Natália Villas Bôas. A Cláusula de Alteração Material Adversa – Análise do Caso Twitter v. Elon Musk com base na Jurisprudência da Court of Chancery of Delaware.
6. PERLATI, Renan Varollo. As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro.
7. GINZEL, Alexandre. Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado
8. LIMA, Caio Henrique Carvalho de Siqueira. Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A
9. CAMPOS, Gustavo Ferreira de. As Fusões e aquisições do direito bancário brasileiro em resposta às falhas de mercado
10. ALMIRALL, Camila Vallim. As cláusulas de declarações e garantias como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: Uma alternativa possível?
11. NAQUIS, Manoela Bruno Morales. Special Purpose Acquisition Company (SPAC) - Origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil
12. CICILLINI, Gabriela Moreira. O paradoxo entre a previsão de deal protection devices e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A)
13. VAZ, Ernesto Luís Silva. Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula buy or sell.

ISBN 978-65-6006-071-5

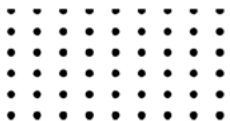


9 786560 060715 >

**IDGLOBAL**  
Instituto de Direito Global

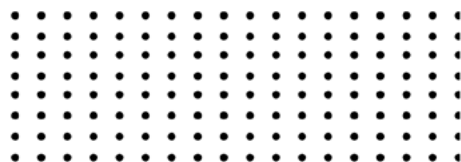
**rdm**  
revista de direito mercantil

**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL



# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



**Edição Especial – M&A**

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**industrial, econômicoe financeiro**  
**182/183**

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial  
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de  
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de  
São Paulo

Ano LX (Nova Série)  
Agosto 2021/Julho 2022

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**Industrial, econômico e financeiro**  
**Nova Série – Ano LX – ns. 182/183 – ago. 2021/jul. 2022**

**FUNDADORES:**

**1 a FASE:** WALDEMAR FERREIRA

**FASE ATUAL:** Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

**CONSELHO EDITORIAL:**

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

**COMITÊ DE REDAÇÃO:**

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteadó

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes  
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer  
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes  
Vinícius Marques De Carvalho

### **COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:**

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

### **ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:**

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

### **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

**Direção Executiva:** Luciana de Castro Bastos

**Direção Editorial:** Daniel Carvalho

**Diagramação e Capa:** Editora Expert

**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>  
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

**AUTORES:** Alexandre Ginzel, Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima, Camila Vallim Almirall, Daniel Pereira Campos, Ernesto Luis Silva Vaz, Fabiana Pereira Velloso, Gabriela Moreira Cicillini, Gustavo Ferreira de Campos, João Paulo Braune Guerra, Manoela Bruno Morales Naquis, Natália Villas Bôas Zanelatto, Rafael Cimatti Elias, Renan Varollo Perlati, Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

**ISBN:** 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

**Pedidos dessa obra:**

[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)

[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)



**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL





## **AUTORES**

### **Daniel Pereira Campos**

Professor de direito dos negócios da Escola de Direito de São Paulo (FGV). Doutorando em direito comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e mestre em direito comercial (Master of Corporate Law) pela Universidade de Cambridge. Foi pesquisador em direito e economia da University College of London e advogado no escritório Mattos Filho.

### **Rafael Cimatti Elias**

Professor auxiliar de direito das obrigações na Université Paris-Panthéon-Assas. Doutorando em direito civil pela Université Paris-Panthéon-Assas e mestre em direito civil pela Universidade de São Paulo. Foi pesquisador convidado no Institut d’Histoire du Droit Jean Gaudemet da Université Paris-Panthéon-Assas e membro da rede de pesquisa “Privatissimum” (Panthéon-Assas, Fribourg e Liège).

### **Ricardo Villela Mafra Alves da Silva**

Professor Adjunto de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Mestre e Doutor em direito empresarial pela UERJ na linha de Empresa e Atividades Econômicas. Mestre (LLM) em Direito Empresarial (Business Law) pela UCLA School of Law. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Advogado especializado em Direito Societário, Fusões e Aquisições e Mercado de Capitais.

### **João Paulo Braune Guerra**

Doutorando e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com dupla graduação pela Université Jean Moulin Lyon 3 (Licence en Droit) e período de mobilidade internacional na Universität Luzern (Lucerne, Suíça). Atualmente, é coordenador das atividades da Rede de Estudos e Aprofundamento Legal do Real Digital (REAL), na Faculdade de Direito da USP, e pesquisador no Centro de Regulação e

Inovação Aplicada (CRIA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É membro da Comissão de Direito Bancário da Ordem dos Advogados do Brasil - Seção São Paulo. Advogado no PGLaw.

### **Fabiana Pereira Velloso**

Doutoranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharela em Direito pela mesma instituição, com período de mobilidade internacional na Sciences Po Paris. Chefe de Assessoria Substituta no Gabinete do Conselheiro Victor Fernandes no Tribunal do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Endereço para correspondência: fabiana.velloso@usp.br.

### **Natália Villas Bôas Zanelatto**

Natália Villas Bôas Zanelatto é sócia coordenadora do departamento corporativo da Andersen Ballão Advocacia, baseada em Curitiba e especializada na estruturação de operações societárias, M&A e contratos empresariais complexos. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná, LL.M em Direito Empresarial Europeu e Internacional pela Universidade Panthéon-Assas. Mestranda em Direito dos Negócios pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, onde pesquisa ESG e o mercado de capitais brasileiro. Árbitra e Conselheira da Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná (ARBITAC).

### **Renan Varollo Perlati**

Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado. É sócio de Huck Otranto Camargo Advogados.

### **Alexandre Ginzel**

Advogado. Bacharel em direito pela PUC-SP (2017). Mestre em filosofia do direito pela USP (2021). Doutor em direito romano e

sistemas jurídicos contemporâneos pela Università di Roma - Tor Vergata (2022). Doutorando em direito comercial pela USP.

### **Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima**

Bacharel em Direito pela FDRP-USP. Pós-graduado em Direito Societário pelo Insper. Mestre em Direito e Economia pela Universidade de Hamburgo. Mestrando em Direito Comercial pela FD-USP. Pesquisador visitante no King's College London. Advogado no Lefosse.

### **Gustavo Ferreira de Campos**

Mestrando em Direito Comercial e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com período de mobilidade acadêmica na Université Paris II - Panthéon-Assas. Mestrando em Direito Comercial (Master en Droit des Affaires) pela Université Jean Moulin Lyon 3 e graduado em direito francês (Licence en Droit) pela Université Jean Monet - Saint-Étienne, em acordo de dupla titulação entre a USP e a Université de Lyon. Advogado em São Paulo.

### **Camila Vallim Almirall**

Mestranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Atua como advogada especializada em Direito Societário, M&A e Contratos Comerciais.

### **Manoela Bruno Morales Naquis**

Pós-graduanda em Finanças e Economia pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV EESP). Graduada em Direito pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Diretora do Center for M&A Studies (CM&A). Cofundadora e coordenadora do Grupo de Estudos em Governança Corporativa da FGV Direito SP (GEGC). Assistente de Serviços Jurídicos na área de Direito Societário e M&A. E-mail: [manoelanaquis@gmail.com](mailto:manoelanaquis@gmail.com).

### **Gabriela Moreira Cicillini**

Graduada em direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo e atua como advogada na área consultiva empresarial e digital.

### **Ernesto Luís Silva Vaz**

Doutorando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial pela FD USP (2010). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (2004). Advogado inscrito na Ordem dos Advogados do Brasil (2004) e na Ordem dos Advogados (Portugal) (2015).

## SUMÁRIO

Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias .....15

*Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias*

Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle .....53

*Ricardo Villela Mafra Alves da Silva*

Das SPACS à brasileira às SPACS brasileiras: uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição .....89

*João Paulo Braune Guerra*

*Ex ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping ..... 109*

*Fabiana Pereira Velloso*

A cláusula de alteração material adversa: uma análise do caso twitter v. Elon R. Musk com base na jurisprudência da *Court of Chancery of Delaware*.....133

*Natália Villas Bôas Zanelatto*

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro .....159

*Renan Varollo Perlati*

Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado.....195

*Alexandre Ginzal*

Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A.....243

*Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima*

As fusões e aquisições no sistema financeiro nacional em resposta às falhas de mercado e a transferência qualificada de controle acionário no direito bancário brasileiro .....281

*Gustavo Ferreira de Campos*

As cláusulas de declarações e garantias (*representations and warranties*) como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: uma alternativa possível? .....307

*Camila Vallim Almirall*

*Special purpose acquisition company (SPAC)*: origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil .....327

*Manoela Bruno Morales Naquis*

O paradoxo entre a previsão de *deal protection devices* e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A).....373

*Gabriela Moreira Cicillini*

Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula *buy or sell* .....413

*Ernesto Luis Silva Vaz*

# **DAS SPACS À BRASILEIRA ÀS SPACS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DA POSSÍVEL GOVERNANÇA CORPORATIVA PÓS-AQUISIÇÃO**

*João Paulo Braune Guerra (USP, São Paulo)*

## **RESUMO**

As Sociedades com Propósito Específico de Aquisição (SPACs) vêm figurando como verdadeiro fenômeno no mercado de capitais, sobretudo estadunidense – mas não estão desacompanhadas de críticas. Este trabalho pretende conceituar a ferramenta das SPACs e apresentar as análises críticas do modelo. Em seguida, contextualizá-lo em nosso ordenamento pátrio. A hipótese deste trabalho é a de que a adoção pelo Brasil de um modelo de SPACs, como o modelo estadunidense, implicará em uma alteração nas disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições, sobretudo em relação às políticas de transparência das empresas. Para tanto, foram analisadas as manifestações à Audiência Pública SDM 02/21 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) bem como a Resolução CVM 160 de 13 de julho de 2022. Procura-se definir a viabilidade e os impactos do modelo de SPACs no Brasil.

**PALAVRAS-CHAVE:** SPACs; combinação de negócios; M&A; governança corporativa; *Special Purpose Acquisition Companies*; CVM; B3

## **ABSTRACT**

Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) have been a true phenomenon in the capital markets, especially in the United States of America – but they are not immune to criticism. This paper intends to conceptualize the SPACs and present critical analyses of the model. Next, it will contextualize it in Brazil's legal system. The hypothesis of this paper is that the adoption by Brazil of a model of SPACs might imply a change in the provisions of corporate governance adopted in mergers and acquisitions processes, especially in relation to the

transparency. To this end, Securities and Exchange Commission (CVM) Public Hearing SDM 02/21 as well as CVM Resolution 160 of 2022 were analyzed. An attempt is made to define the viability and impacts of the SPACs in Brazil.

**KEYWORDS:** SPACs; business combination; M&A; corporate governance; Special Purpose Acquisition Companies; CVM; B3.

## 1. INTRODUÇÃO

As Sociedades com Propósito Específico de Aquisição (tradução livre do termo em inglês *Special Purpose Acquisition Companies*, “SPAC”) têm atraído bastante atenção nos últimos anos. Definidas como companhias abertas sem operação própria e com o objetivo único de adquirir uma ou mais sociedades operacionais, as SPACs representaram mais da metade do total de ofertas públicas iniciais (do inglês *Initial Public Offering*, “IPO”) nos Estados Unidos em 2020 e 2021 (até novembro), contabilizando, aproximadamente, 22% e 34%<sup>123</sup> das fusões e aquisições realizadas nos respectivos períodos. Esta forma de ativo foi muito pouco desenvolvida no Brasil, em razão das particularidades da regulação pátria, mas já reuniu entusiastas. A hipótese deste trabalho é a de que a adoção pelo Brasil de um modelo de SPACs, como o modelo estadunidense, implicará em uma alteração nas disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições, sobretudo em relação às políticas de transparência das empresas.

Como forma de se testar a hipótese acima apresentada, empreender-se-á inicialmente em uma revisão da literatura estadunidense sobre o tema das SPACs. Delineado o instituto externamente, será realizada uma adequação de sua definição frente às particularidades brasileiras. Para tanto, serão analisadas, empiricamente, as manifestações à Audiência Pública SDM 02/21

---

123 SPAC INSIDER, disponível em: <<<https://spacinsider.com/>>>; e SECURITIES DATA COMPANY (SDC) PLATINUM; IPO SCOOP, disponível em: <<<https://www.iposcoop.com/> [<https://perma.cc/897Q-8ZLG>]>>.



da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (“Audiência Pública SDM 02/21”) bem como a Resolução CVM 160 de 13 de julho de 2022 (“Resolução CVM 160/2022”), que tratam, dentre outros temas, da possibilidade de se desenvolver um modelo de SPACs no mercado brasileiro.

Em seguida, será analisada a governança corporativa das SPACs e das empresas por ela adquiridas, conforme a doutrina estadunidense. Nesta etapa, de acordo com a hipótese, acredita-se que algumas particularidades da prática brasileira serão determinantes na formação deste novo modelo.

A relevância do trabalho está na contextualização para a realidade brasileira de um modelo de financiamento e de fusões e aquisições que se tornou muito utilizado globalmente, sobretudo nos Estados Unidos, e que está atraindo diversos adeptos desde já no Brasil. Empresários brasileiros têm desenvolvido as *SPACs à brasileira*, que implica o IPO em bolsas de valores fora do Brasil para aquisição de companhias brasileiras. O modelo, que não é validado nem mesmo nos Estados Unidos, uma vez que parte da doutrina tende a apresentar suas ineficiências econômicas, não deve se instalar no país de forma acrítica.

## **2. A DOUTRINA ESTADUNIDENSE E UMA ANÁLISE DO MODELO DE SPACS**

Alguns personagens são relevantes para a compreensão do conceito de SPAC. O primeiro é justamente a sociedade que será criada sem operação e que captará recursos por meio de um IPO, com a respectiva listagem em bolsa de valores – esses recursos deverão ser reservados em uma conta bancária separada (como *escrow* ou *trust accounts*). Essa sociedade criada terá até dois anos (de 18 a 24 meses) para procurar por uma outra sociedade com potencial de crescimento e que pretenda se tornar uma companhia aberta, que será, então, adquirida pela primeira sociedade criada. A motivação da criação da primeira sociedade foi apenas a de adquirir a segunda sociedade

para torná-la uma companhia aberta; e, por isso, ela é chamada de sociedade com propósito específico de aquisição (*Special Purpose Acquisition Companies*), uma SPAC. A segunda sociedade pode ser chamada de sociedade-alvo.

O responsável pela operação é o Patrocinador (ou *Sponsor*), que é a pessoa física ou jurídica que constitui a SPAC e nela injeta os recursos iniciais para sua manutenção até o momento de sua listagem em bolsa. O Patrocinador será o fundador e financiador da SPAC, mas também o líder do projeto, sendo responsável por encontrar uma sociedade-alvo no prazo estabelecido e realizar a aquisição, ou conforme denominado pela CVM, a combinação de negócios entre a SPAC e a sociedade-alvo.

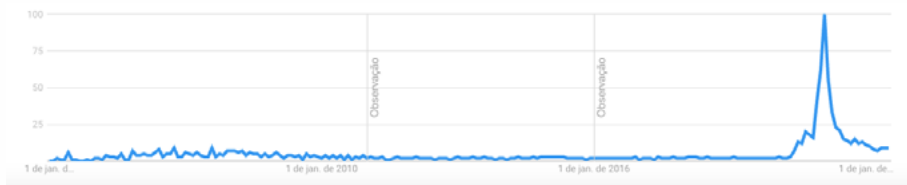
Será também o Patrocinador o responsável por relacionar a SPAC com os outros personagens que a tangenciam: ele deverá contratar uma instituição intermediária para coordenar a emissão de ações para investidores por meio de um IPO. Esses investidores tornar-se-ão investidores da SPAC e, mais tarde, no contexto da combinação de negócios com a sociedade-alvo, se houver, podem decidir se se tornam investidores da sociedade-alvo ou se vendem suas ações deixando a sociedade. No caso de não haver combinação de negócios com a sociedade-alvo, a SPAC é dissolvida, os investidores recebem seus recursos de volta, com juros, e o Patrocinador não recebe compensação, que será melhor detalhada mais adiante neste trabalho.

Encontrada a sociedade-alvo, por sua vez, tem início o processo denominado como “*De-SPAC*”, no qual (i) será aprovada a combinação de negócios entre a SPAC e a sociedade-alvo, sendo a sociedade-alvo transformada em uma companhia aberta; (ii) será realizado o reembolso destinado aos acionistas que não tenham interesse em continuar na SPAC; (iii) poderá haver captação de recursos adicionais (no caso estadunidense esta captação se dá, principalmente, por emissão de novas ações: *private investment in public equity*, “*PIPEs*”) e (iv) o Patrocinador receberá sua remuneração.

Esse é, em traços bem gerais, o modo de funcionamento atual das SPACs nos Estados Unidos, onde o instituto tornou-se um verdadeiro fenômeno no mercado. São chamadas por alguns estudiosos de SPACs

de terceira geração<sup>124</sup>, pois não é um assunto novo – possíveis desde a década de 90 por meio das *blank check companies*, as SPACs tomaram o atual formato em 2009, mas em 2019 que se viu uma alta relevante em sua utilização: foram realizados 59 IPOs de SPACs nos Estados Unidos, movimentando um volume líquido de aproximadamente US\$ 13,6 milhões<sup>125</sup>. Em 2020 esse número saltou para 248 IPOs e atingiu a notável marca de 613 IPOs em 2021, movimentando um total de US\$ 162,5 milhões.

A alta na utilização foi acompanhada de certa espetacularização e mídia. Em pouco tempo, as SPACs se tornaram almeçadas no mercado estadunidense e vistas como uma solução rápida e menos custosa em comparação com um IPO. Apenas para fins referenciais, vê-se em pesquisa na ferramenta *Google Trends*, a busca pela palavra “SPACs” de 2004 até julho de 2022, em que se pode notar um aumento considerável nas pesquisas a partir de março de 2020 culminando em fevereiro de 2021, conforme gráfico abaixo:



Fonte: Google Trends

No Brasil não foi diferente; apesar de não termos um modelo pátrio de SPACs, a ideia reuniu entusiastas que defenderam a sua aplicação por meio de diversas iniciativas, que serão posteriormente comentadas.

O fascínio com o modelo supostamente simplificado das SPACs levou a uma série de incompreensões e mitos sobre

124 RODRIGUES, Usha, STEGEMOLLER, Mike. *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 DEL. J. CORP. L. 849. 2013. Disponível em: << [https://www.academia.edu/55454946/Exit\\_Voice\\_and\\_Reputation\\_The\\_Evolution\\_of\\_SPACs](https://www.academia.edu/55454946/Exit_Voice_and_Reputation_The_Evolution_of_SPACs)>>. Acesso: 12/07/2022.

125 Disponível em: <<<https://www.nasdaq.com/articles/2020-has-been-the-year-of-spac-ipos%3A-here-are-the-prominent-4-2020-12-28>>>. Acesso: 13/07/2022.

seu funcionamento, que vêm sendo abordados pela literatura estadunidense. Há incompreensões legais e financeiras, sobre a definição e o funcionamento das SPACs. No âmbito legal, o Professor John C. Coates analisa o que ele chama de ‘mitos legais’ sobre a legislação estadunidense em relação às SPACs<sup>126</sup>.

Segundo o autor, muitos advogam pelo regime das SPACs alegando vantagens regulatórias que, quando analisadas em seus pormenores, não se mostram verídicas ou vantajosas. O autor chama de mitos, pois alega que há subsídios para se desmentir as afirmações que são feitas, mas estas continuam sendo transmitidas. Dentre alguns dos mitos legais apontados estão os de que: (i) a legislação de valores mobiliários proíbe o uso de projeções em IPOs convencionais; (ii) a responsabilidade relacionada às projeções é menor e melhor definida com as SPACs; (iii) o processo de registro da comissão de valores mobiliários estadunidense (*Securities and Exchange Commission*, “SEC”) torna os IPOs mais lentos do que as SPACs; (iv) a SEC mudou as regras contábeis das SPAC no início de 2021; e (v) essa “mudança” foi a principal razão pela qual a onda das SPAC abrandou e atingiu seu pico; e (vi) a lei das empresas de investimento (*Investment Company Act*) não se aplica às SPACs.

Estas, dentre outras, seriam facilidades legais das SPACs alegadas pelos defensores do modelo, mas que são refutadas pelo Professor John C. Coates em seu trabalho. De forma paralela, outros autores também revisitam temas financeiros e operacionais das SPACs, sobretudo mediante a análise realizada pelos professores e pesquisadores Michael Klausner, Michael Ohlrogge e Emily Ruan<sup>127</sup>.

A principal vulnerabilidade do modelo de SPACs abordada no mencionado estudo foi em relação aos seus custos. Supostamente inferiores aos custos de um IPO, uma das mais bradadas qualidades

---

126 COATES, John C. *SPAC Law and Myths.*, 11 de fevereiro de 2022. Disponível em : <<<https://ssrn.com/abstract=4022809> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>>>. Acesso: 15/07/2022.

127 KLAUSNER, Michael, OHLROGGE, Michael e RUAN, Emily. A sober look at SPACS, dezembro de 2021. Disponível em : << <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>>>. Acesso: 15/07/2022.

das SPACs, os autores concluem que os custos tendem a ser velados, opacos e eventualmente superiores aos dos IPOs convencionais, quando analisados em perspectiva.

A análise dos custos considera a remuneração do Patrocinador e da instituição intermediária. O Patrocinador geralmente recebe uma remuneração (conhecida em inglês como “*promote*”) de 20% das ações da SPAC pós-IPO por um preço nominal, após a realização da combinação de negócios; a instituição intermediária recebe um valor correspondente a 5,5% do valor do IPO; e os investidores no IPO recebem *warrants* junto com suas ações, figura estadunidense que, aqui, podem ser equiparadas aos bônus de subscrição – que diluem o valor das ações da SPAC. Aos investidores é facultado a saída da empresa no momento da combinação de negócios.

Em geral, determina-se no IPO de SPACs o preço de US\$ 10,00 por ação. Porém, considerando-se os custos do Patrocinador e da instituição intermediária, a SPAC terá menos dinheiro líquido por ação do que os US\$ 10,00 atribuídos no momento da combinação de negócios. Este cálculo é realizado no estudo acima referido<sup>128</sup>, em que se descobre que uma SPAC média nos Estados Unidos reverte apenas US\$ 5,70 por ação em dinheiro líquido no momento da combinação de negócios, devendo, portanto, uma fusão ou aquisição produzir um excedente de valor que preencha essa diferença.

Os autores analisaram as SPACs que realizaram fusões e aquisições entre janeiro de 2019 e junho de 2020; e as que se fundiram entre 2020 e 2021. Com isso, concluíram que os custos embutidos na estrutura SPAC tendem a ser mais altos do que os custos associados aos IPOs tradicionais. E que não é a própria companhia que arca diretamente com esses custos, mas os acionistas da SPAC que optam por não resgatar suas ações antes da combinação de negócios.

Conforme mencionado, uma característica primordial das SPACs é o direito de resgatar suas ações a um preço igual ao preço de

---

128 KLAUSNER, Michael, OHLROGGE, Michael e RUAN, Emily. *A sober look at SPACS*, 2021, p. 7. Disponível em : << <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>>>. Acesso: 15/07/2022.

US\$ 10,00 do IPO mais os juros acumulados. Em razão disso, muitos investidores saem da SPAC resgatando suas ações em valor original e os que permanecem veem o patrimônio da sociedade ser reduzido para os pagamentos dos custos do Patrocinador e da instituição intermediária. O retorno para os investidores que permanecem, conforme explicado, tende a ser de apenas US\$ 5,70 por ação.

O fato de que os acionistas da SPAC suportam os custos a ela inerentes explica a atração das sociedades-alvo que procuram abrir capital – a abertura de capital torna-se mais barata do que um IPO, da perspectiva da sociedade-alvo. E, ainda, ao considerar que os investidores têm suportado os custos inerentes das SPACs, os autores se questionam quanto à qualidade das divulgações das SPACs e sugerem o aprimoramento de medidas de transparência ao modelo.

Um outro problema apontado é o de que a remuneração paga ao Patrocinador só é realizada se este for bem-sucedido em encontrar uma sociedade-alvo com a qual a combinação de negócios possa ser realizada. Assim, a atuação do Patrocinador, que já é suscetível a todos os problemas de agência, torna-se temerária no sentido de que é possível que o Patrocinador engaje a SPAC em uma combinação de negócios que não faça sentido apenas para receber sua compensação.

Desta forma, tem-se que, por mais que o modelo de SPACs esteja em ampla utilização, há espaço para seu aprimoramento e esse aperfeiçoar deve partir da correção de aspectos controversos e do esclarecimento de mitos. A SEC tomou alguns passos nessa direção ao sugerir uma reforma legislativa, mas esta não vem sendo recebida de forma unânime<sup>129</sup>.

---

129 Disponível em : << <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/06/setor-financeiro-dos-eua-se-opoe-a-projeto-da-sec-para-regular-spacs/> >>. Acesso: 15/07/2022.

### **3. SPACS À BRASILEIRA: UM CERTO FRISSON PÁTRIO E OS IMPACTOS NA DISCIPLINA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES**

O *boom* de SPACs nos Estados Unidos não passaria despercebido no Brasil. No entanto, funcionalmente, a prática ainda não foi plenamente adotada no país – apenas o apelo midiático restou. Diversos artigos de opinião, blogs, influenciadores financeiros e entusiastas passaram a levantar a bandeira de SPACs. Os argumentos favoráveis são os mesmos, mas as críticas, apresentadas no capítulo anterior, não foram importadas e poderiam ser relevantes para o cenário pátrio. É isso que será abordado neste capítulo.

#### **3.1 A RECEPÇÃO BRASILEIRA ÀS SPACS**

A princípio, o entendimento inicial no Brasil foi o de que as SPACs não eram permitidas, sobretudo em razão da obrigação de se apresentar a demonstração financeira dos três últimos exercícios sociais. Porém, em estudos mais minuciosos, concluiu-se que seria possível a realizações de SPACs brasileiras, sendo este o atual entendimento do mercado e da CVM, como se verá mais adiante.

Antes de qualquer registro no Brasil, muitos empresários recorreram às *SPACs à brasileira*, em que Patrocinadores constituíam uma SPAC em bolsa de valores estadunidense e procuravam por uma sociedade-alvo brasileira para se realizar a combinação de negócios. Muitos movidos pelo frisson e incentivados pelas SPACs estadunidenses resolveram desenvolver lá suas estratégias<sup>130</sup>. No entanto, por mais que a imprensa tenha denominado como SPACs à brasileira, pouco se tem de *Brasil* na elaboração destas SPACs, trata-se da aplicação de legislação estadunidense sobre o modelo estadunidense.

---

130 Disponível em: << <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/spacs-a-brasileira-hora-de-aprender-com-as-lico-es-la-fora-07102021>>>. Acesso: 19/07/2022. Disponível em: << <https://neofeed.com.br/negocios/spacs-a-brasileira-devem-captar-mais-de-us-11-bilhao-e-essa-febre-esta-so-no-comeco/>>>. Acesso: 19/07/2022.

Até o momento em que este trabalho foi desenvolvido, estava em andamento apenas uma SPAC no Brasil. A primeira foi solicitada pela Alvarez & Marsal, com um pedido de registro de companhia aberta – categoria “A”, sendo a própria Alvarez & Marsal o Patrocinador<sup>131</sup>. Poucos são os termos dessa SPAC ou do registro que estão públicos para consulta. Sabe-se que, atualmente, a SPAC está em busca de uma sociedade-alvo para a realização da combinação de negócios.

Em razão desta efusividade, a B3 lançou um guia de melhores práticas das SPACs e a CVM consultou o mercado a respeito de temas específicos, ambos serão melhores analisados ainda neste capítulo. Em relação à doutrina, pesquisas realizadas em 18 de julho de 2022 com os termos “SPAC”, “SPACs” “*special purpose acquisition company*”, “*special-purpose acquisition company*”, não retornaram nenhum resultado escrito em português ou no Brasil na ferramenta do Google Acadêmico e no Portal do Sistema Integrado de Bibliotecas da Universidade de São Paulo (SIBiUSP). Em sede de atualização do presente artigo, nova pesquisa foi realizada em 20 de maio de 2023 nas mesmas bases de dados e seguindo os mesmos parâmetros, e três trabalhos de conclusão de curso de direito, escritos por alunos de graduação<sup>132</sup>, foram encontrados.

Os três trabalhos de conclusão encontrados foram analisados e apresentam estrutura semelhante entre si. Estrutura semelhante, inclusive, a este artigo. Iniciam com uma apresentação do modelo estadunidense e sua contextualização em relação à legislação brasileira.

---

131 Disponível em : << <https://investidor.estadao.com.br/mercado/cvm-aceita-pedido-spac-alvarez-marsal>>>. Acesso: 15/07/2022.

132 ALMEIDA, Caio Tripicchio de. *O tipo societário adequado às SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) no ordenamento jurídico brasileiro*. Trabalho de Conclusão de Curso, 2022. Disponível em: <<<https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/31770>>>. Acesso: 20/05/2023; ZOCCOLI, João Pedro Saccomano. *A transposição das Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) à luz do ordenamento jurídico brasileiro*. Trabalho de Conclusão de Curso, 2022. Disponível em: <<<https://dspace.mackenzie.br/handle/10899/32660>>>. Acesso: 20/05/2023; CASTRO, Rafaella Dias de Souza. *Um estudo sobre as companhias de propósito específico de aquisição perante o arcabouço regulatório jurídico brasileiro*. Trabalho de Conclusão de Curso, 2022. Disponível em: << <https://dspace.mackenzie.br/handle/10899/32677>>>. Acesso: 20/05/2023;



Excetuando-se algumas criatividades e esforços comparativos<sup>133</sup>, ambos os trabalhos também alcançam corolário comum: o de que o modelo de SPACs já seria possível sob o prisma da atual regulação brasileira, sobretudo nas disposições da Resolução CVM 160/2022.

Apesar da inegável qualidade dos trabalhos apresentados, é interessante notar que um tema que atraiu tanta atenção do mercado, não tenha despertado as penas da academia. Entende-se que o tema, ainda recente, está sendo principalmente tratado no âmbito do mercado e da regulação, não tendo a doutrina se aprofundado em sua definição. Portanto, a seguir, serão analisadas as iniciativas de regulação e a manifestação do mercado a respeito das SPACs.

### **3.2 A AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 02/21 E A RESOLUÇÃO CVM 160/2022**

A demanda pela adoção do modelo de SPACs fez com que a CVM instaurasse a Audiência Pública SDM 02/21, que culminaria na Resolução CVM 160/2022, posteriormente alterada pela Resolução CVM nº 173, de 29 de novembro de 2022. O objetivo da consulta, dentre outros, era o de receber comentários sobre *“a eventual conveniência de limitar o público-alvo de ofertas públicas iniciais de ações emitidas por SPACs apenas a investidores qualificados, no momento inicial, podendo alcançar investidores de varejo após o período de 18 meses”*<sup>134</sup>.

Neste contexto, foram analisadas neste trabalho todas as manifestações recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM 02/21. Das 39 manifestações recebidas, apenas sete mencionavam o tema das

---

133 Caio Tripicchio de Almeida, em seu trabalho, apresenta uma interessante comparação, que escapa aos outros dois trabalhos, entre os modelos de sociedade anônima e fundo de investimento em participação para se questionar a forma ideal de uma SPAC no Brasil. João Pedro Saccomano Zoccoli, por sua vez, sugere a regulamentação específica da CVM para um novo tipo societário, que ele denomina *“companhia de captação de investimento”*.

134 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVMSEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 253. Disponível em : << [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>. Acesso: 17/07/2022.

SPACs, sendo que, dentre estas sete, apenas quatro abordavam o tema em maiores detalhes: ABRASCA, ANBIMA, B3 e Mattos Filho.

As manifestações abordavam temas variados, não apenas referentes aos investidores qualificados, mas em relação a todos os ciclos das SPACs. Foi sugerida, por exemplo, a dispensa de apresentação de demonstração financeira dos três últimos exercícios sociais, a criação de uma categoria de emissor única para as SPACs e uma data limite entre o IPO e a assinatura dos documentos vinculantes da combinação de negócios, dentre outros.

A CVM adotou apenas parte reduzida das sugestões e justificou que as contribuições mais específicas serão mantidas em uma eventual reforma mais ampla para criar um regime mais detalhado para as SPACs. Neste sentido, a CVM diz que essa reforma ainda não se faz necessária e os comentários gerais não serão adotados, pois, “(i) *eles tomam por base uma configuração específica desse veículo de investimento, que restaria enrijecida na regulamentação, mas que pode ser incapaz de atender um conjunto importante de casos; e (ii) os estatutos sociais das sociedades constituídas como SPACs podem dar tratamento adequado a essas questões, independentemente da regulação*”<sup>135</sup>.

No Art. 2º, XXII, da Resolução CVM 160/2022, SPACs são definidas como “*emissora em fase préoperacional constituída com a finalidade exclusiva de participar futuramente no capital social de sociedade operacional pré-existente*”.

Em linhas gerais, a CVM pôs fim a eventuais polêmicas sobre a realização de SPACs no Brasil e evitou regular a disciplina em demasia. A Resolução CVM 160/2022 prevê apenas que ações emitidas por SPACs serão ofertadas somente a investidores qualificados, pelo prazo mínimo de seis meses após a combinação de negócios entre a SPAC e a sociedade-alvo, sendo por eles negociadas em mercado secundário: “[...] *assim, serão estes investidores, qualificados, que decidirão tanto acerca do investimento original na SPAC como da operação de combinação de*

---

135 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVMSEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : << [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>. Acesso: 17/07/2022.

*negócios com a sociedade alvo da aquisição*”<sup>136</sup>. Tal disposição foi adotada pelo Art. 85 da Resolução CVM 160/2022.

Outra disposição adotada na Resolução CVM 160/2022, em seu Art. 29, VII, é a de que não há obrigatoriedade para SPACs de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira para o requerimento do registro da oferta pública de distribuição. Esta medida surge da argumentação presente principalmente nas manifestações da B3 e da ANBIMA, adotada pela CVM, de que as SPACs não devem ser equiparadas a uma empresa em estágio pré-operacional, uma vez que ela é, conceitualmente, um veículo de investimento. O estudo de viabilidade, de acordo com a ANBIMA, deveria ser exigido apenas no momento da fusão ou aquisição, uma vez que a SPAC tem um escopo de atuação próprio que se consolidará apenas no momento da combinação de negócios. A CVM não determinou a obrigação de apresentação de estudo de viabilidade nem mesmo na combinação de negócios.

Desta forma, os órgãos reguladores brasileiros mostram que estão cientes do fenômeno das SPACs, mas deixam um caminho aberto para que a atividade possa florescer sem encontrar muitos obstáculos legais. Sob a justificativa de se evitar enrijecer a atividade, vê-se, conforme mencionado acima, uma postura quase oposta ao dos órgãos reguladores estadunidenses, que estão apresentando cada vez mais balizas às SPACs. Nesse sentido, é importante analisar, de forma breve, os impactos que as SPACs podem ter nas operações de fusão e aquisição, considerando-se o ordenamento pátrio.

---

136 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : << [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>. Acesso: 17/07/2022.

### 3.3 PARTICULARIDADES DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS E AS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS NAS SPACS

Analisado o funcionamento das SPACs e sua origem no direito estadunidense, assim como a sua recepção no Brasil e as iniciativas da CVM em sua regulação, é importante analisar as particularidades das SPACs de acordo com o regulamento nacional.

A manifestação da ANBIMA na Audiência Pública SDM 02/21<sup>137</sup> apresenta algumas alternativas brasileiras para o estabelecimento das SPACs. Uma delas seria o uso do tipo societário das sociedades anônimas como forma de se conciliar os interesses das SPACs. A constituição de uma sociedade anônima em vez de um fundo de investimento em participações (“FIP”), por exemplo, sugestão inicialmente aventada pela CVM, possibilitaria o uso de ações preferenciais resgatáveis, possibilitando o resgate de acionistas que o preferirem no momento da combinação de negócios, e o estabelecimento de prazo de duração para a SPAC, que seria consequentemente liquidada no caso de o prazo ser atingido sem que a combinação de negócios ocorresse.

Ainda, os *warrants* estadunidenses encontrariam semelhança com os bônus de subscrição no Brasil, que já possuem regramento próprio na Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei 6404/1976” ou “Lei das SA”)

Da mesma forma, a manifestação da B3 na Audiência Pública SDM 02/21<sup>138</sup> também apresenta particularidades brasileiras da disciplina. No entanto, antes de apresentá-las, a B3 define quais seriam os potenciais problemas da adoção das SPACs no Brasil, sendo eles: (i) *disclosure limitado nos documentos da oferta, dada a ausência de atividade e resultados próprios no momento do IPO*; (ii) *a diluição da base acionária*

---

137 Manifestação ANBIMA - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em: <<[https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>. Acesso: 17/07/2022.

138 Manifestação B3 - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : <<[https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>. Acesso: 17/07/2022.

*em função da remuneração do sponsor e o potencial desalinhamento de interesses entre este e os investidores; (iii) custo de oportunidade decorrente da manutenção dos recursos captados em conta bancária até a conclusão da combinação de negócios com a target; e (iv) a possibilidade de descapitalização e consequente inviabilidade de aquisição da target, a depender do volume de reembolso solicitado pelos acionistas.*

Assim, definidos os problemas, a B3 aponta os quatro principais desafios às SPACs brasileiras. O primeiro é o de que em meio a diversas possibilidades de combinação de negócios a ser realizada no momento do De-SPAC, para a sociedade-alvo se tornar uma companhia aberta, o ideal é que ela seja incorporada pela SPAC. Outra forma de combinação de negócios, como a estruturação de uma holding, por exemplo, desnaturaria o conceito das SPACs. Porém, cria-se um dilema regulatório: deveria o regulador impor a forma de combinação de negócios às SPACs?

O segundo desafio se dá em comparação com o direito societário estadunidense, em que, em alguns casos, basta a aprovação do conselho de administração de uma sociedade para que a combinação de negócios se realize. No caso brasileiro, a combinação deverá ser aprovada sempre pela assembleia de acionistas. E assim, no caso de a assembleia votar de forma contrária à combinação de negócios ou não havendo uma sociedade-alvo, surge o terceiro desafio: a forma de resgate das ações dos investidores. Entende a B3 que, neste caso, deve-se utilizar as hipóteses de direito de recesso, previstas nos Arts. 136 e 137 da Lei das S.A. ou o resgate de ações, conforme Art. 44 da Lei das S.A. No entanto, ambas alternativas exigem hipóteses específicas e pormenores taxativos legais, que não necessariamente encontrariam respaldo na disciplina das SPACs.

Por fim, o último desafio, sob o qual repousa a hipótese deste trabalho, está relacionado à transparência: *insuficiência informacional dos acionistas da SPAC acerca da target no momento da aprovação da operação, em comparação às informações divulgadas por uma companhia*

que segue o rito do IPO tradicional<sup>139</sup>. Acredita-se, neste caso, que em razão da estrutura particular das SPACs, em que as informações estão concentradas no Patrocinador, pode haver uma assimetria significativa entre os acionistas e a companhia.

A assimetria de informação, conforme conceituada por George Akerlof em seu artigo seminal<sup>140</sup>, ocorre quando uma das partes envolvidas em uma transação possui um conhecimento mais abrangente e relevante em relação ao negócio do que a outra parte. Isso pode ser exemplificado em situações em que um vendedor deseja obter o preço mais alto possível por um produto, enquanto o comprador busca adquiri-lo pelo menor valor possível. No entanto, quando o vendedor coloca no mercado um produto defeituoso ou usado, mas não revela essa informação, ele pode cobrar um valor ligeiramente inferior ao de um produto novo, levando o comprador a pagar um preço que acredita ser vantajoso para um produto novo, ignorando sua qualidade inferior.

Akerlof usa por base o exemplo dos “lemons” (carros ruins e usados que podem ser vendidos pelo mesmo valor que carros novos devido à falta de informações completas), para destacar a importância da disseminação adequada de informações no mercado. Isso leva ao conceito de seleção adversa, em que o mercado pode ser inundado por produtos de qualidade inferior, uma vez que os produtos de alta qualidade não encontram compradores dispostos a pagar o preço considerado ideal pelos vendedores. Essa dinâmica não se aplica apenas à venda de produtos, mas também a diversos setores, como exemplificado por Akerlof em seu texto ao abordar seguros de saúde e grupos minoritários, mas também em relação às SPACs, conforme a hipótese apresentada neste trabalho.

---

139 Manifestação B3 - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 - Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : <<[https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>. Acesso: 17/07/2022.

140 AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. 1970, pp. 488-500.

No contexto das SPACs, o Patrocinador detém a maior parte das informações sobre a operação, enquanto os acionistas e a empresa dependem da transparência dessas informações. Isso gera uma assimetria de informações significativa. Portanto, a atuação do Patrocinador deve ser pautada em quesitos claros e definidos de governança e transparência; sobretudo ao se considerar que essa atuação, que já enfrenta os problemas típicos de conflitos de agência, acima mencionados, será remunerada apenas em caso de sucesso da operação. Isso, como mencionado, pode levar o Patrocinador a comprometer a SPAC em combinações de negócios que, de outra forma, não fariam sentido, visando apenas receber sua compensação.

Desta forma, a B3 emitiu um relatório de práticas internacionais e aspectos de governança das SPACs no qual apresenta aspectos elementares de sua constituição e estabelecimento<sup>141</sup>. Há cinco aspectos elementares: (i) específica destinação dos recursos captados pela SPAC; (ii) aprovação da combinação de negócios em assembleia geral; (iii) cláusulas estatutárias mínimas; (iv) ressarcimento dos investidores; e (v) obrigações informacionais.

Considerada a devida importância de cada um dos elementos apresentados, entende-se que os aspectos informacionais são relevantes na realização de uma combinação de negócios posterior. Considerando que os acionistas se encontram particularmente apartados das operações da SPAC e da sociedade-alvo, informações adicionais seriam cruciais para a definição dos aspectos econômicos, alocação de risco e alocação do controle da operação de fusão e aquisição.

Neste sentido, a SEC propôs obrigações adicionais de informação sobre os Patrocinadores de SPAC, eventuais conflitos de interesse e fontes de diluição, além de informações sobre a combinação de negócios em si, incluindo uma avaliação de proporcionalidade e eficiência. As proposições estão sendo questionadas no mercado

---

141 B3. *SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo*. 2022. Disponível em: << [https://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm)>>. Acesso: 18/07/2022.

estadunidense<sup>142</sup>. Porém, analisados os riscos e as particularidades do mercado e da legislação brasileira, entende-se que as obrigações de informação também deveriam ser adotadas no Brasil e impactariam, de forma direta, a organização e realização das disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições.

#### 4. CONCLUSÃO

Ferramenta antiga, fenômeno recente, as SPACs parecem apresentar diversos benefícios e facilidades para a abertura de capital de sociedades. Seguidas de sua ampla utilização nos Estados Unidos, análises críticas foram escritas considerando os mitos legais e os custos opacos das SPACs. Os trabalhos concluem pela reforma e aprimoramento do instrumento, apresentando pouco ou nenhum benefício em relação aos IPOs, quando em comparação direta.

Similar frisson atingiu o Brasil, engajando a CVM em um estudo do veículo por meio da Audiência Pública SDM 02/21. As conclusões são as de que as SPACs são possíveis na legislação brasileira, com determinadas adaptações. Conforme se aventou na hipótese deste trabalho, acredita-se que a adoção das SPACs impactará nas disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições, sobretudo em relação às políticas de transparência, considerando-se sua estrutura peculiar.

Os benefícios das SPACs são consideráveis e têm atraído diversos entusiastas, todavia, seus pormenores devem ser analisados de forma crítica. Sua adoção no Brasil, tão desejada por parte do mercado, deve observar a Resolução CVM 160/2022 e as peculiaridades pátrias.

---

142 Disponível em : << <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56>>>. Acesso: 18/07/2022.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAUMAN, Jeffrey D. *The old man and the tree: A parable of valuation*. Business Organizations Law and Policy: Materials and Problems, 9th Edition, at 386 - 392.

B3. SPACs: *Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo*. 2022. Disponível em: <<[https://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm)>>.

CALABRESI Guido e MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*. Harvard Law Review, vol. 85, no 6, 1972.

CHAPMAN, Jeffrey. *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, December 11, 2017.

COASE, Ronald Harry. *The Problem of Social Cost*. The Journal of Law & Economics, v. 3, p. 1-44, 1960.

COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. 2022. Disponível em : <<<https://ssrn.com/abstract=4022809> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>>>.

COYLE, John F. *The Canons of Construction for Choice-of-Law Clauses*. Washington Law Review, v. 92, number 2, 2017.

CRIMMINS, Paul M. *Earn-outs in M&A Transactions, Key Structures and Recent Developments*. The M&A Journal, v. 10, n. 10.

HEYMAN, Derek. *From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market and the Market's Response to the Regulation*, 2 ENTREPRENEURIAL BUS. L. J. 531, 2007.

KLAUSNER, Michael, OHLROGGE, Michael e RUAN, Emily. *A sober look at SPACS*. 2021. Disponível em : << <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>>>.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.

KOLLER, Tim. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, 7th edition (Chapter 2).

Manifestação ANBIMA - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Disponível em: <<[https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>.

Manifestação B3 - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Disponível em : <<[https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>.

Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Disponível em : << [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2021/sdm0221.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html)>>.

RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*, 85 WASH. U. L. REV. 931, 2007.

RODRIGUES, Usha, STEGEMOLLER, Mike. *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 DEL. J. CORP. L. 849, 2013.

SHACHMUROVE, Yochanan e VULANOVIC, Milos. *Specified Purpose Acquisition Company IPOs*, in THE OXFORD HANDBOOK OF IPOS 301, Douglas Cumming ed., 2019.