



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

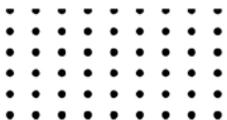


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

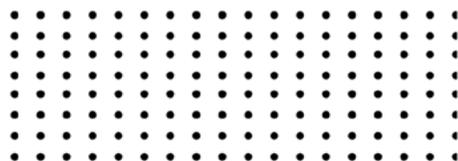
rdm
revista de direito mercantil

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

contato@editoraexpert.com.br



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.

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 societárias15

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle53

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Das SPACS à brasileira às SPACS brasileiras: uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição89

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 brasileiro159

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 brasileiro281

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 Brasil327

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

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY (SPAC): ORIGEM, PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS E PERSPECTIVAS DE REGULAÇÃO NO BRASIL

Manoela Bruno Morales Naquis (FGV, São Paulo)

RESUMO

A *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) surgiu nos Estados Unidos da América em 1980, por meio de suas predecessoras, as *blank check companies* (companhias em branco). Ainda que tal instituto não seja novidade no cenário internacional, dados revelam que, no ano de 2021, foram listadas 613 novas SPACs, totalizando um montante de US\$162,504 bilhões⁴⁸⁴. Tamanha popularidade impulsionou a chegada da discussão ao Brasil, que usualmente alinha-se às movimentações do mercado de capitais norte-americano. O objeto do presente artigo é a sistematização das discussões e controvérsias jurídicas envolvendo as SPACs nos Estados Unidos, para posteriormente analisar as perspectivas de regulação no Brasil. Visando atingir este objetivo, a pesquisa abarcou: (i) a reconstrução do histórico das SPACs; (ii) a compreensão do funcionamento do instituto; (iii) o mapeamento e organização das principais controvérsias jurídicas apontadas pela literatura; e (iv) a análise das perspectivas de regulação no Brasil. Em conclusão, nota-se a existência de diversas controvérsias sobre o instituto, principalmente com relação aos conflitos de interesses, responsabilização de seus agentes, prejuízos enfrentados pelos investidores de varejo e mitos que são propagados pelo mercado, porém, não se verificam na prática. Paralelamente, nota-se a queda das SPACs no ano de 2022, que apesar de ainda não permitir uma resposta definitiva sobre o que a impulsionou, suscita reflexões a respeito do papel da regulamentação e sua capacidade de estimular ou coibir as movimentações de mercado.

484 SPAC Analytics. *SPAC Data*. Disponível em: <https://spacdata.com/index.php?lang=1&link=home>. Acesso em: 07.11.2022.

Palavras-Chave: SPAC. Fusões e Aquisições. Mercado de Capitais. Regulação. Controvérsias Jurídicas. Revisão Literária.

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY (SPAC): ORIGIN, MAIN CONTROVERSIES AND PERSPECTIVES FOR REGULATION IN BRAZIL

ABSTRACT

The Special Purpose Acquisition Company (SPAC) emerged in the United States of America in 1980, through its predecessors, the blank check companies. Although this institute is not new on the international scene, data reveal that, in 2021, 613 new SPACs were listed, totaling an amount of US\$162.504 billion. Such popularity boosted the discussion's arrival in Brazil, which is usually aligned with the movements of the North American capital market. The object of this article is to systematize the discussions and legal controversies involving SPACs in the United States, and then analyze the prospects for regulation in Brazil. In order to achieve this objective, the research included: (i) a reconstruction of the history of SPACs; (ii) an understanding of how the institute works; (iii) the mapping and organization of the main legal controversies pointed out in the literature; and (iv) an analysis of the prospects for regulation in Brazil. In conclusion, it is possible to note the existence of several controversies about the institute, especially with regard to conflicts of interest, liability of its agents, losses faced by retail investors and myths that are propagated by the market, but are not verified in practice. In parallel, it is noted the fall of SPACs in the year 2022, which despite not yet allow a definitive answer about what drove it, raises reflections about the role of regulation and its ability to stimulate or restrain market movements.

Keywords: SPAC. Mergers and Acquisitions. Capital Markets. Regulation. Legal Controversies. Literature Review.

1. INTRODUÇÃO

As SPACs, definidas como sociedades sem atividade operacional, passivos, ativos ou plano de negócios, são criadas com o objetivo de realizar uma operação de M&A (*mergers and acquisitions* ou fusões e aquisições) em momento futuro, após o levantamento de fundos via IPO (*initial public offering* ou oferta pública inicial). De acordo com dados levantados pelo Financial Times, o instituto atingiu grande popularidade em 2020, o que impulsionou o arrecadamento de US\$ 79,4 bilhões em âmbito global⁴⁸⁵. O ano de 2021 seguiu essa mesma tendência, de modo que, ainda em novembro, os IPOs envolvendo SPACs já representavam mais da metade do total de IPOs realizados nos Estados Unidos, batendo o recorde de operações verificado em 2020⁴⁸⁶.

Considerando o cenário descrito acima, as SPACs passaram a ser o cerne das discussões no mercado de capitais, conquistando críticos e defensores ao redor do mundo. Naturalmente, esse debate também se tornou foco da literatura e de agentes reguladores, que, seguindo as demandas do mercado, passaram a se posicionar sobre as vantagens, desvantagens e pontos de atenção das SPACs.

O objeto do presente artigo é o mapeamento e organização do debate envolvendo as SPACs. Para isso, a análise foi dividida em quatro capítulos, sendo eles: (i) reconstrução histórica das SPACs; (ii) análise de sua estrutura; (iii) levantamento das principais controvérsias jurídicas apontadas pela literatura; e (iv) compreensão a respeito das perspectivas de regulação desse instituto no Brasil. A relevância do tema fica evidente na medida em que a sistematização do debate em questão suscita controvérsias que atingem as mais diversas transações

485 ALIAJ, Ortenca; KASUMOV, Aziza. *Spac boom eclipses 2020 fundraising record in single quarter*. [S.l.]: Financial Times, [s.d.]. Disponível em: <https://www.ft.com/content/321400c1-9c4d-40ac-b464-3a64c1c4ca80>. Acesso em: 07 nov. 2022.

486 SEBER, Kerem. *Critical Factors Determining the Success of Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): Comparative Analysis of an Innovative Asset Class for M&A Market*. Londres: Queen Mary University Of London, Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, LLM In Commercial And Corporate Law, 2017, p. 16.

envolvendo valores mobiliários, como por exemplo a proteção dos investidores e minimização dos conflitos de interesses, ultrapassando o escopo das SPACs e atingindo bens jurídicos protegidos de forma prioritária no mercado de capitais.

O primeiro capítulo buscou compreender quando se deu seu surgimento e quais foram as principais etapas de desenvolvimento das SPACs. Como metodologia, buscou-se reconstruir sua linha do tempo, a partir de textos que tratam sobre a temática em diferentes momentos, tanto considerando o início da década de 1980, quando surgiram as *Blank Check Companies*, quanto artigos recentes, que captam a ascensão e declínio do instituto.

O segundo capítulo, por sua vez, propôs a sistematização dos principais procedimentos necessários para a realização de uma SPAC, bem como os incentivos e desincentivos que enfrentam durante essas transações. Para tanto, foram analisadas pesquisas e artigos produzidos pelos agentes de mercado, que atuaram nessas transações.

O terceiro capítulo, seguindo a mesma metodologia supracitada, sistematizou as principais controvérsias jurídicas envolvendo o tema. A partir desse enfoque, nota-se o embate entre interesses jurídicos relevantes, especialmente a respeito de conflitos de interesses, responsabilização dos agentes envolvidos nessas transações, proteção dos investidores de varejo e mitos que são propagados pelo mercado, porém, não se verificam na prática.

Por fim, o quarto capítulo buscou compreender o status de implementação e regulação das SPACs no Brasil. Com essa finalidade, os principais insumos de pesquisa foram as manifestações da CVM até o momento, assim como o manual divulgado pela B3, que apresenta sugestões para a implementação das SPACs mediante as peculiaridades do ordenamento jurídico nacional.

Perante o contexto apresentando, duas ressalvas fazem-se necessárias. Inicialmente, deve-se destacar que, por conta da incipiência do debate no Brasil, muitas das fontes utilizadas no

recorte nacional advêm da mídia⁴⁸⁷. Além disso, foram analisados apenas os aspectos jurídicos das SPACs, sendo desconsiderados dados financeiros e econômicos.

2. RECONSTRUÇÃO HISTÓRICA: ORIGEM, PRIMEIROS PASSOS E DESENVOLVIMENTO DAS SPACS

Visando a reconstrução da linha do tempo das SPACs, o presente artigo propõe organizá-la em 3 fases, quais sejam: (i) o surgimento das SPACs a partir de suas predecessoras, as companhias em branco; (ii) o seu ressurgimento nos anos 2000, após o intenso processo regulatório responsável por colocar fim às companhias em branco; bem como (iii) a recente popularização do instituto, notadamente a partir de 2020.

2.1 PRIMEIRA FASE (1980 A 1990): ORIGEM DAS *BLANK CHECK COMPANIES* E SUA RELAÇÃO COM AS SPACS

Ao contrário do que se imagina, a reconstrução histórica do instituto aponta para o seu surgimento, nos Estados Unidos da América, ainda na década de 1980, por meio de suas predecessoras, as companhias em branco. A compreensão a respeito de seu nascimento e primeiros passos depende da análise do *penny stock market*, especialmente pelo viés da ausência de regulamentação desse mercado, que desencadeou, após alguns anos, o desenvolvimento das SPACs no formato conhecido hoje.

Penny stocks é o termo utilizado para se referir a ações de baixo valor, que não eram cotadas ou negociadas em bolsa de valores e, portanto, não estavam sujeitas a regulamentação. Nesse sentido, as ações em questão normalmente eram negociadas no mercado de balcão, sendo dotadas de volatilidade e menor liquidez, se comparadas

487 A data de corte para análise das informações provenientes da mídia é 11 de setembro de 2023.

a outros títulos⁴⁸⁸. O impacto das *Penny stocks* na história do mercado de capitais norte-americano pode ser ilustrado por trecho de reportagem publicada no *The Washington Post* em 24 de dezembro de 1989:

A esta lista de extremos, os historiadores acrescentarão sem dúvida um capítulo intitulado “Os Escândalos do *Penny Stock*”, que examinará a mais extensa efusão de fraudes, enganos e abusos dirigidos aos investidores norte-americanos desde o frenesi especulativo dos anos 1920 (tradução nossa)⁴⁸⁹.

O trecho em questão prevê que a eclosão do *penny stock market* certamente seria objeto de estudo nos anos seguintes, inclusive por historiadores. Isso porque, durante a década de 1980, esse mercado foi utilizado como cenário para o cometimento de fraudes, de modo que a North American Securities Administrators Association (NASAA) concluiu, em 1989, que o *penny stock market* era o principal responsável pelo cometimento de abusos envolvendo os investidores de varejo nos Estados Unidos⁴⁹⁰. Ainda, estimativa divulgada no mesmo período pela NASAA também indicou que investidores norte-americanos perdiam, anualmente, mais de U\$ 2 bilhões por conta de manipulações no *penny stock market*⁴⁹¹.

488 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Penny Stock Market Fraud: Hearings Before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred First Congress, Second Session on H.R. 4497, a Bill to Amend the Federal Securities Laws to Eliminate Abuses in Transactions in Penny Stocks, and for Other Purposes*, vol. 4. Washington: Congresso, Governo dos Estados Unidos, 1989.

489 HINDEN, Stan. *In For a Penny, out of a Pound*. Washington: Washington Post, 1989. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1989/12/24/in-for-a-penny-out-of-a-pound/29febe0c-8b94-4006-9722-4a4ae155ea35/>. Acesso em: 10 de jan. 2022.

490 GOLDSTEIN, Joseph I.; RAMSHAW, Paul D.; ACKERSON, Sarah B. *An Investment Masquerade: A Descriptive Overview of Penny Stock Fraud and The Federal Securities Laws*. [S.l.]: The Business Lawyer, vol. 47, n. 2, 1992, p. 773. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40687309>. Acesso em 13 de jun. de 2022.

491 Idem.

Mediante o contexto supracitado, cabe a reflexão a respeito de quais razões impulsionaram a disseminação massiva das companhias em branco, bem como sua utilização para fins fraudulentos. De acordo com Riemer, advogado e membro da Assembleia Estadual de Wisconsin, três foram as motivações: (i) a falta de informações confiáveis a respeito das transações efetuadas no *penny stock market*, o que prejudicava a tomada de decisão dos investidores; (ii) a participação de pessoas que já possuíam histórico de violação das leis relativas aos valores mobiliários nesse mercado, em âmbito federal ou estadual, assim como indivíduos associados a organizações criminosas⁴⁹²; e (iii) a ausência de regulamentação específica sobre as *penny stocks*⁴⁹³.

O pensamento de Riemer evidencia que a combinação entre o baixo valor das *penny stocks* e a própria estrutura das companhias em branco, não detentoras de histórico operacional, funcionários, patrimônio, atividade ou plano de negócios, possibilitou a venda de ações por preços inflacionados. Nessa perspectiva, os corretores se beneficiaram com a margem de lucro obtida pela diferença entre o preço negociado e o valor real do título⁴⁹⁴.

Com surpreendente popularidade, entre os anos de 1988 e 1989, aproximadamente 70% das ofertas de ações no mercado de capitais norte-americano utilizaram como instrumento jurídico as companhias em branco, conforme evidenciam dados divulgados pela NASAA⁴⁹⁵. Foi apenas em 1988, após o cenário descrito, que a SEC

492 STEM, Richard L.; POOLE, Claire Poole. *Like a Slaughterhouse for Hogs*. [S.l.]: Forbes, dez. 25, 1989.

493 RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*. Washington: Washington University Law Review, 2007, p. 5-11. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/walq85&div=30&start_page=931&collection=usjournals&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults. Acesso em: 19 nov. 2021.

494 HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2021.

495 LEBLANC, Ralph W. H.R. REP. No. 101-617, at 22, *as reprinted in* 1990 U.S.C.C.A.N. 1408, 1424 *apud* LEBLANC, Ralph W. *Opinion of the Commission - EXCHANGE ACT PROCEEDING*. Rel. n° 48254 / July 30, 2003 - Admin. Proc. File n° 3-10065. Washington:

se manifestou a respeito da questão, compreendendo que, de fato, a lacuna regulatória existente não apenas permitia, mas também incentivava o cometimento de crimes contra o mercado de capitais⁴⁹⁶. Essa preocupação se agravou ainda mais após a constatação de que muitas pessoas físicas participavam desse mercado⁴⁹⁷.

A primeira resposta regulatória aos problemas descritos acima foi a promulgação, pelo Congresso, do *Penny Stock Reform Act* de 1990 (*Penny Stock Reform Act*). Essa reforma foi responsável por alterar a Seção 7 do *Securities Act* de 1933 (*Securities Act*), definindo de forma ampla o conceito de *penny stock* e prevendo a necessidade de atuação regulatória sobre os agentes envolvidos nesse mercado, assim como solicitando manifestação da SEC⁴⁹⁸. Nessa perspectiva, é interessante observar que um mercado inicialmente não regulamentado passou a ser minuciosamente descrito e controlado pelo agente regulador, demonstrando uma nítida preocupação com a garantia de que os emissores apresentassem um histórico confiável⁴⁹⁹.

Securities And Exchange Commission. Publicado em 30 jul. 2003. Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/opinions/34-48254.htm>. Acesso em 05 dez. 2022.

496 SCHAPIRO, Mary L. *Commissioner, SEC, Address at the 10th Annual Northwest Securities Institute: Seeking New Sanctions: Comments on Developments in the Commission's Enforcement Program* 5 6 (Mar. 9, 1990). Washington: U.S Securities and Exchange Commission, 1990. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/1990/O30990schapiro.pdf>. Acesso em: 10 de jun. de 2022.

497 RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*. Washington: Washington University Law Review, 2007, p. 936. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/walq85&div=30&start_page=931&collection=usjournals&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults. Acesso em: 19 nov. 2021..

498 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*. Washington: Congresso Nacional dos Estados Unidos, Pub. L. n° 101- 429, § 508, 104 Stat. 931, 1990. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647>. Acesso em: 05 dez. 2022; CODE OF FEDERAL REGULATIONS. *Definição de "penny stock"*. § 240.3a51-1 do Penny Stock Reform Act. [S.l.]: Code of Federal Regulations, [s.d.]. Disponível em: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR48fbd3224bf6573/section-240.3a51-1>. Acesso em: 12 nov. 2022.

499 Ver o texto completo da norma para verificação de todos os requisitos para configuração de uma ação como Penny Stock: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities and Exchange Commission*. Washington: Informativo do Governo, [s.d.]. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2014-title17-vol4/pdf/CFR-2014-title17-vol4-sec240-3a51-1.pdf>. Acesso em: 05 dez. 2022.

Em complemento, a SEC criou em 1992 a *Rule 419*, apresentando importantes definições para a matéria. De acordo com a norma, uma sociedade será classificada como companhia em branco quando atender duas características: (i) encontrar-se em estágio preliminar de desenvolvimento, sem plano de negócios e finalidade específica, ou, caso haja plano de negócios, indicar que seu único objetivo é a realização de uma operação de M&A com sociedade ou pessoa não identificada; bem como (ii) emitir *penny stocks*⁵⁰⁰.

Paralelamente a essa definição, foram apresentados diversos mecanismos inovadores, visando a garantia de normas eficientes de divulgação de informações (*disclosure*) e a proteção dos investidores. Com isso, as *blank check offerings* passaram a, obrigatoriamente, observar os seguintes critérios: (i) o depósito dos valores oriundos da oferta inicial, e dos títulos emitidos pela companhia em branco, deveriam ser mantidos em uma conta *escrow*; (ii) a companhia poderia reter os fundos dos investidores por apenas 18 meses sem a realização de uma operação de M&A; (iii) exigência de ampla divulgação de informações no prospecto da operação; (iv) necessidade de atualização do registro da companhia após a conclusão do M&A, detalhando a operação; (v) possibilidade de que os investidores resgatassem o investimento caso não concordassem com a proposta de aquisição; e (vi) impedimento da conclusão da operação por valor inferior a 80% da *escrow*⁵⁰¹.

Após as regulamentações gerais mencionadas acima, diversos Estados norte-americanos passaram a criar normas específicas sobre o instituto. Pela perspectiva regulatória, foram desenvolvidas normas sofisticadas, que criaram mecanismos de proteção, capazes de blindar os investidores da desinformação que pairava sobre as companhias

500 LEGAL INFORMATION INSTITUTE. 17 CFR §§ 230.419(a)(2)(i)-(ii). [S.l.]: Legal Information Institute, [s.d.]. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>. Acesso em: 05 dez. 2022.

501 Todos os critérios mencionados são detalhados na “*Rule 419*” (LEGAL INFORMATION INSTITUTE. 17 CFR §§ 230.419(a)(2)(i)-(ii). [S.l.]: Legal Information Institute, [s.d.]. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>. Acesso em: 05 dez. 2022).

em branco. Todavia, pela perspectiva prática, faz-se relevante refletir se essas normas realmente foram benéficas ao mercado, visto que contribuíram para a eliminação dessas operações⁵⁰².

Isso ocorreu porque a burocracia conferida ao instituto, por meio, por exemplo, da positivação de direitos como o resgate do investimento, dificultou a sua utilização, inclusive pelo viés financeiro. Nesse caso, a maior preocupação era a incerteza a respeito do valor final do investimento, o que é fundamental no momento da operação societária⁵⁰³.

Ilustrativamente, entre os anos de 1987 e 1990 foram registradas 2.700 operações envolvendo companhias em branco na SEC⁵⁰⁴. Após a criação das novas regras, esse montante decresceu para apenas 15 operações, conforme discorre Heyman⁵⁰⁵ em seu artigo sobre o tema⁵⁰⁶.

De acordo com a literatura que trata do papel regulador do Estado, existe a tendência de que, após momentos de crises, o Estado adote uma postura centralizadora, mostrando-se mais presente pelo viés regulatório⁵⁰⁷. Ao longo da história, diversos exemplos evidenciam esse movimento: a crise de 1929, a crise de 2008 e a própria pandemia da

502 RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*. Washington: Washington University Law Review, 2007, p. 14-18. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/walq85&div=30&start_page=931&collection=usjournals&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults. Acesso em: 19 nov. 2021.

503 Idem.

504 PRIFTI, William M. 24 SEC. PUB. & PRIV. OFFERINGS § 7:48 (2006) *apud* HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2022.

505 Derek K. Heyman é advogado no escritório estadunidense Zaino Hall & Farrin LLC.

506 HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2022.

507 WRIGHT, M.; WOOD, G.; MUSACCHIO, A. *State capitalism in international context: Varieties and variations*. [S.l.]: Journal of World Business, n. 56, [s.d.]; LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. *Leviathan as a partial cure? Opportunities and pitfalls of using the state-owned apparatus to respond to the COVID-19 crisis*. [S.l.]: [s.n.], 27 mar. 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3562406>. Acesso em: 05 dez. 2022.

Covid-19, que despertou uma postura interventora do Estado, visando à contenção, ou ao menos a minimização, dos prejuízos oriundos do contexto político, econômico e social enfrentado.

No microcenário, essa lógica pode ser aplicada às companhias em branco. Isso porque, após um momento conturbado no mercado de capitais estadunidense, o Estado reforçou sua por meio da regulação. Sob esse viés, apesar da existência de ampla margem para discussão a respeito da efetividade dessas medidas, uma conclusão pode ser extraída: a regulação desenhada pelos Estados e pela SEC culminou no fim da primeira fase das SPACs, sob a forma das companhias em branco.

2.2 SEGUNDA FASE (2003 A 2019): O RESSURGIMENTO DAS SPACS E SUAS SEMELHANÇAS E DIFERENÇAS COM AS *BLANK CHECK COMPANIES*

Assim como em diversos outros institutos do direito societário e do mercado de capitais, a segunda fase das SPACs surgiu após uma força tarefa realizada por advogados estadunidenses, que buscaram criar um mecanismo capaz de atingir os mesmos resultados, porém garantindo algumas salvaguardas, principalmente no que diz respeito à proteção dos investidores. Nesse momento, a maior preocupação era o desenvolvimento de uma estrutura que fosse aprovada pela SEC, deixando no passado a reputação fraudulenta que pairava sobre a antiga modalidade de companhias em branco⁵⁰⁸.

A principal lacuna utilizada para criação da nova modalidade de SPACs foi o fato de que empresas que apresentam ativos tangíveis líquidos pós-oferta superiores a U\$ 5 milhões não são consideradas *Blank Check Companies* e, portanto, não estão sujeitas ao disposto na *Rule 419*. Assim, as SPACs se adaptaram a essa lacuna, criando uma

508 HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2021.

modalidade sob a qual a regulamentação existente não poderia incidir⁵⁰⁹.

Além disso, enquanto as companhias em branco pressupunham a negociação no *penny stock market*, as SPACs não se enquadravam nesse requisito. Contudo, apesar de se tratar de modalidades diferentes de investimento, diversos mecanismos que priorizam a divulgação de informações e a proteção dos investidores foram estendidos às SPACs, como será aprofundado no capítulo 4.

O crescimento das SPACs durante a segunda fase foi surpreendentemente positivo, resultando, entre os anos de 2003 e 2008, em mais de 150 SPACs estruturadas, das quais 70 concluíram a operação societária, tal qual inicialmente esperado⁵¹⁰. Naturalmente, apesar desse estrondoso sucesso, o número de operações decaiu de forma significativa entre o fim de 2008 e 2009, momento em que os Estados Unidos enfrentou a crise dos *subprime mortgages*⁵¹¹.

Eventos emblemáticos como a falência do Lehman Brothers causaram agitação no mercado de capitais⁵¹², impulsionado a adoção, por parte de todos os agentes envolvidos, desde grandes instituições até os investidores, de postura cautelosa frente aos acontecimentos noticiados diariamente. Nessa perspectiva, ao contrário do que ocorreu no encerramento da primeira fase das SPACs, que culminou no completo fim das companhias em branco, a segunda fase concluiu-se de forma menos abrupta. Isso porque, as operações continuaram a ser realizadas, porém com uma frequência menor⁵¹³.

509 Idem.

510 FELDMAN, David N. *Reverse mergers: And other alternatives to traditional IPOs*. Nova York: John Wiley & Sons, 2009, p. 210-211.

511 CAMACHO, Daniel Molano. *Las compañías con propósito especial de compra o special purpose acquisition companies (SPAC) en Colombia*. Colombia: Universidas de Los Andes, ago. 2021. Disponível em: <https://anuarioderechoprivado.uniandes.edu.co/images/pdfs/anuario3/07-AD3-Molano-30ago2021.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2021.

512 BEBCHUK, Lucian A. *A Plan for Addressing the Financial Crisis. The Economists*. [S.l.]: Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 620, set. 2008. Disponível em: <https://ssrn-com.sbproxy.fgv.br/abstract=1273241>. Acesso em 18 set. 2022.

513 Essa conclusão pode ser observada a partir da análise empírica dos dados coletados pela “SPAC Analytics”, plataforma focada no mapeamento de IPOs SPAC e De-SPAC. As informações revelam que entre os anos de 2003 e 2019 foram realizadas SPACs,

2.3 TERCEIRA FASE (2020 A 2022): RECENTE POPULARIZAÇÃO DAS SPACS

O que o presente artigo propõe ser nomeada como terceira fase das SPACs nada mais é que seu ressurgimento e popularização a partir de 2020, apesar de nos mesmos moldes das operações já realizadas em 2008. De acordo com informações divulgadas recorrentemente nas mídias, o ano 2021 registrou o maior número de SPACs na história do mercado de capitais norte-americano⁵¹⁴.

Dentre os fatores apontados como propulsores dessa popularidade, é relevante mencionar matéria divulgada no *The New York Times* em 27 de fevereiro de 2021, que expôs o envolvimento de celebridades como Jay-Z, Shaquille O’Neal, Ciara Wilson e Serena Williams nas SPACs. Embora esses artistas tenham sido utilizados como marketing para atrair investidores, não possuíam especialização ou histórico no mercado de capitais, o que iniciou uma série de críticas pelo do mercado⁵¹⁵.

Em linhas gerais, o artigo discorre sobre a capitalização da reputação desses artistas, que receberiam, ao final da transação, uma porcentagem sobre ela, tal qual ocorre em uma campanha de publicidade. De acordo com dados divulgados pela *Forbes*, o apoio público oferecido por uma celebridade a um produto é capaz de aumentar as vendas em 4% imediatamente⁵¹⁶. Nessa perspectiva, o

porém em um número reduzido, se comparado ao observado entre os anos de 2020 e 2022 (SPAC ANALYTICS. Site informativo. [S.l.]: SPAC Analytics, [s.d.]. Disponível em: <https://www.spacanalytics.com/>. Acesso em 12 nov. 2022).

514 “SPACs have raised \$40 billion in dry powder, and it’s growing daily” (CAPITAL MARKETS. *RBC Capital Markets*. [S.l.]: Capital Markets, [s.d.]. Disponível em: <https://www.rbccm.com/en/gib/ma-inflection-points.page>. Acesso em: 05 dez. 2022).

515 KURUTZ, Steven. *OK, What’s a SPAC? A once obscure financial scheme becomes a celebrity flex*. Nova Iorque: *The New York Times*, 2021. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2021/02/27/style/SPACS-celebrity-craze.html>. Acesso em: 20 out. 2022.

516 OLENSKI, Steve. *How Brands Should Use Celebrities for Endorsements*. [S.l.]: *Forbes*. Publicado em 20 jul. 2016. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/steveolenski/2016/07/20/how-brands-should-use-celebrities-for-endorsements/?sh=802545c55936>. Acesso em: 18 set. 2022.

marketing gerado por esse envolvimento coloca as SPACs no mesmo patamar de qualquer outro produto, desconsiderando, contudo, que se trata de uma modalidade de investimento, sujeita ao crivo de agentes reguladores.

Mediante tamanha popularidade, as discussões sobre o tema foram amplificadas em âmbito internacional. É inegável que as SPACs são atrativas por muitos fatores, porém suas controvérsias não podem ser desconsideradas. Assim, para compreender e sistematizar esse debate, é necessário analisar seu funcionamento e estrutura, como será feito a seguir.

3. ESTRUTURA DAS SPACS: MECANISMOS E FUNCIONAMENTO

3.1 PRINCIPAIS FORMALIDADES E AGENTES DAS SPACS

As SPACs são companhias em branco, que não apresentam atividade operacional, ativos, funcionários ou histórico, sendo criadas com o objetivo de adquirir uma sociedade empresária em momento futuro⁵¹⁷. Ou seja, trata-se de uma modalidade de levantamento de fundos, especificamente direcionados para financiar uma operação societária que acontecerá em um prazo pré-determinado.

Considerando que essas companhias não apresentam atividade, conforme supracitado, seu único ativo é a promessa, aos investidores e ao mercado, de que uma operação societária será realizada⁵¹⁸. Nessa perspectiva, os administradores devem, em um prazo máximo de 24

517 CHONG, Eason (et al.). *Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective*. Illinois: University of Illinois, jun. 2021, p. 6. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3862186#references-widget. Acesso em: 10 nov. 2022.

518 CHATTERJEE, Siris; CHIDAMBARAN, N.K; GOSWAMI, Gautam. *Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs*. [S.l.]: Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 69(C), 2016, p. 151-178. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560616300845>. Acesso em: 19 nov. 2022.

meses, escolher a sociedade-alvo, sendo necessária a aprovação tanto dos acionistas da SPAC, quanto da companhia escolhida⁵¹⁹.

Caso não seja obtido o aval necessário para seguir com a operação, os administradores deverão procurar uma nova sociedade, que seja aceita pelo crivo dos titulares de *units* SPAC, conforme contextualização abaixo⁵²⁰. Com o objetivo de compreender a estrutura dessa operação, é importante sistematizar o passo a passo de realização de uma SPAC, assim como a função de seus principais agentes. Isso porque, apesar de ser um instituto em transformação, as SPACs demonstram estruturas similares, a partir de figuras-chave que atuam nessas operações.

Toda SPAC se inicia com um *Sponsor* (patrocinador), responsável por gerenciar a operação, atraindo investidores e empenhando esforços para a conclusão do M&A. De acordo com estudo realizado por Blomkvist, Nocera e Vulcanovic, a partir da coleta de dados relativos a 298 SPACs dos Estados Unidos, o perfil dos patrocinadores costuma ser um homem, de aproximadamente 50 anos, experiente no mercado financeiro, que dedicará tempo, capital e, principalmente, sua reputação, para angariar investidores⁵²¹. Como recompensa, receberá uma porcentagem de 20% sobre o valor obtido após o De-SPAC⁵²².

Condicionar o pagamento desses 20% à conclusão da operação societária foi uma alternativa para evitar que o patrocinador agisse por conveniência e não empenhasse seus esforços para desenhar uma operação de sucesso. Ainda assim, é possível compreender que esse objetivo não foi, de fato, atingido, uma vez que a porcentagem será

519 Idem.

520 CHONG, Eason (et al.). *Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective*. Illinois: University of Illinois, jun. 2021, p. 6. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3862186#references-widget. Acesso em: 10 nov. 2022.

521 VULANOVIC, Milos (et al.). *Who are the SPAC CEOs?*. [S.l.]: EDHEC Business School, mar. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3803665>. Acesso em: 10 nov. 2021.

522 Para fins de contextualização, o De-SPAC se refere ao momento após a conclusão da operação societária, de modo que a empresa passa a ser listada em uma bolsa de valores.

paga mediante a conclusão do M&A, independente de se verificar uma operação vantajosa ou não⁵²³.

Em linhas gerais, é possível refletir até que ponto os patrocinadores recebem um incentivo para realmente buscar a melhor operação possível, ou se a saída mais fácil não seria simplesmente concluir a operação de M&A, independentemente do quão proveitosa a sociedade-alvo escolhida seja. Esse aspecto, juntamente com as demais controvérsias jurídicas relacionadas às SPACs, será aprofundado no capítulo seguinte.

Após a escolha desse patrocinador, que idealizará a SPAC, o próximo passo será a busca por um banco de investimentos, responsável por inseri-la no mercado de capitais, por meio de uma oferta pública⁵²⁴. Nesse momento, a partir da compreensão de parte da literatura, a escolha por realizar um IPO de SPAC e não um IPO tradicional já demonstra algumas vantagens significativas.

Isso porque, em um IPO tradicional, são exigidos diversos documentos relacionados ao desempenho e histórico da empresa, que poderá ser responsabilizada se alguma informação falsa ou incompleta for fornecida para a SEC⁵²⁵. Em sentido oposto, as SPACs não apresentam histórico ou atividade, não sendo viável o cumprimento de grandes exigências informacionais, o que pode ser compreendido como um fator que facilita e acelera o processo. Esse entendimento, contudo, é questionado por nomes como John Coates, como será aprofundado posteriormente.

Diferentemente do IPO convencional, as SPACs não vendem ações, mas sim *units*. Trata-se de um título usualmente precificado

523 RODRIGUES, Usha; STEGEMOLLER, Michael A. *SPACs: Insider IPOs*. Georgia: University of Georgia, School of Law Legal Studies Research Paper nº 2021-09, 2021, p. 23-29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3906196>. Acesso em: 7 nov. 2022.

524 ROEW, James. *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): The Private Sector's Solution to Government Overreach*. [S.l.]: Cornell University Law School, mar. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3851605>. Acesso em: 10 nov. 2022.

525 RODRIGUES, Usha; STEGEMOLLER, Michael A. *SPACs: Insider IPOs*. Georgia: University of Georgia, School of Law Legal Studies Research Paper nº 2021-09, 2021, p. 23-29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3906196>. Acesso em: 7 nov. 2022.

em US\$ 10,00, composto por uma ação ordinária e um bônus de subscrição, que no contexto internacional é chamado de *warrant*⁵²⁶.

No momento em que a compra do ativo é realizada, o título é vendido como um “pacote”, ou seja, aquele que leva a ação também levará, automaticamente, o bônus de subscrição. Entretanto, após a conclusão do IPO esses dois ativos se separam, passando a ser permitida sua negociação apartadamente⁵²⁷.

Assim, o montante obtido por meio do IPO deverá ser depositado em uma conta fiduciária, na qual será aplicado em títulos do governo e receberá juros, aumentando, ainda que em proporção pequena, o valor inicialmente obtido⁵²⁸. Enquanto o valor é mantido nessa conta, o patrocinador deverá buscar uma sociedade-alvo, contando com o prazo de 24 meses para concluir a operação.

À primeira vista, pode parecer preocupante o fato de que a contribuição dos investidores é feita antes da sociedade-alvo ser encontrada. Todavia, o direito de resgate é um mecanismo de proteção que justamente evita a perda de fundos. Nessa perspectiva, os investidores poderão receber seu dinheiro de volta em dois casos: (i) quando, após os 24 meses, a operação de M&A não for concluída; ou (ii) caso discordem da sociedade-alvo escolhida, e, portanto, exijam o recebimento do valor.

Uma vez encontrada a sociedade a ser adquirida, o procedimento será semelhante ao usualmente adotado em operações de M&A comuns. Deverá ser realizada uma auditoria legal com o objetivo de analisar se a sociedade-alvo apresenta algum empecilho ou risco que pode significar desvantagens para os investidores, bem como para que todas as informações necessárias sejam obtidas⁵²⁹. Caso a auditoria

526 BANERJEE, Snehal; SZYDLOWSKI, Martin. *Harnessing the Overconfidence of the Crowd: A Theory of SPACs*. California: University of California, San Diego, ago. 2022, p. 14-23. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3930346>. Acesso em: 10 nov. 2022.

527 RODRIGUES, Usha; STEGEMOLLER, Michael A. *SPACs: Insider IPOs*. Georgia: University of Georgia, School of Law Legal Studies Research Paper nº 2021-09, 2021, p. 23-29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3906196>. Acesso em: 7 nov. 2022.

528 Idem.

529 ZABA, Derek; LIEKEFETT, Kai; DUCLOS, Joshua. *SPACs: A New Frontier for Shareholder Activism*. [S.l.]: IR UPDATE, 2021. Disponível em: <https://www.sidley.com/-/>

evidencie que se trata de uma empresa em boas condições jurídicas, os demais procedimentos deverão ser adotados, havendo a formalização dos documentos finais da operação.

Nesse momento, existem duas preocupações fundamentais: (i) obter a aprovação dos acionistas da SPAC; e (ii) garantir que ela detenha recursos suficientes para completar a operação, a partir do monitoramento de quais acionistas estão solicitando o direito de resgate⁵³⁰. Sob essa lógica, seria imprudente por parte do patrocinador não considerar que o montante final obtido no IPO pode variar significativamente entre o valor mantido na conta fiduciária e o valor restante, após o desconto dos pedidos de resgate.

Se a operação societária for finalizada, a sociedade originada a partir dela passará a ser operacional e listada na bolsa de valores como uma companhia aberta. Além disso, os investidores poderão exercer seus bônus de subscrição, tendo um prazo máximo de 5 anos antes que eles vençam⁵³¹.

4. QUAIS SÃO AS PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS JURÍDICAS ENVOLVENDO AS SPACS NOS ESTADOS UNIDOS?

Mediante o boom das SPACs nos Estados Unidos, debates a respeito de suas principais controvérsias foram suscitados pela literatura, agentes de mercado interessados, mídia e reguladores. Em linhas gerais, as controvérsias jurídicas podem ser sintetizadas em seis blocos principais, sendo eles: (i) incentivos e remuneração dos patrocinadores; (ii) auditoria legal; (iii) proteção dos investidores; (iv) direito de resgate do investimento; (v) mitos envolvendo as SPACs; e (vi) cometimento de fraudes e declínio das SPACs em 2022.

media/publications/spacs-a-new-frontier-for-shareholder-activism.pdf?la=en. Acesso em: 19 nov. 2022.

530 HORI, Keiichi; OSANO, Hiroshi. *A Theory of SPACs*. [S.l.]: Kwansei Gakuin University, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3938241>. Acesso em: 10 nov. 2022.

531 Idem.

4.1 INCENTIVOS E REMUNERAÇÃO DOS PATROCINADORES: UMA BUSCA POR LUCROS PRIVADOS OU PELO MELHOR INTERESSE DOS INVESTIDORES?

Conforme introduzido no capítulo anterior, os patrocinadores das SPACs não recebem quaisquer remunerações durante todo o processo – seja no momento do IPO, seja durante a busca por uma sociedade-alvo para realização da operação societária. Todavia, eles detêm uma parcela significativa do capital social da SPAC, mediante a aquisição de ações dos fundadores. A grande peculiaridade desses títulos é o fato de que conferem ao patrocinador 20% do montante total das ações em circulação após o IPO.

Apesar de já apresentarem um valor expressivo do capital social, é possível que os patrocinadores, para além dos 20%, também adquiram outras *units* em circulação no mercado, relativas à SPAC. Assim, nota-se que existe um grande incentivo para que os patrocinadores adquiram ações pouco antes da data em que a operação de M&A será votada em assembleia geral, o que pode conferir a eles maior controle sobre a aprovação da operação⁵³².

Por um lado, essa medida pode ser vista como uma forma de proteção do investimento frente ao ativismo dos investidores. Isso porque, conforme será aprofundado a seguir, caso uma parcela significativa dos acionistas opte por votar contrariamente à aquisição e solicitar o resgate de seu investimento, a SPAC não conseguirá seguir a diante com a operação societária. Em contrapartida, essa aquisição de ações concentra poder na figura do patrocinador, que passa a exercer ingerência maior sobre a aprovação ou não da operação, o que se torna um potencial problema na medida em que a figura do patrocinador, por si só, já apresenta grande protagonismo nas SPACs, afinal, são eles que conferem reputação, recursos e envidam seus esforços na busca por uma sociedade-alvo.

532 JENKINSON, Tim; SOUSA, Miguel. *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*. Atlanta: Bergen Meetings Paper, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, mar. 2009, p. 15-17. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1341771>. Acesso em: 10 nov. 2022.

Além disso, como recompensa por seu artigo, recebem 20% das *units* da SPAC após o IPO, o que lhes garante significativo lucro, independente do sucesso da operação de M&A que será realizada em momento futuro. Dessa forma, é possível questionar se seria adequado, pela perspectiva da proteção dos investidores, garantir que eles exerçam ainda mais protagonismo na decisão de qual sociedade será adquirida, considerando o já existente incentivo para a conclusão do M&A a qualquer custo. Para fins de ilustração, observa-se o ocorrido no caso Global Logistics Acquisition Corporation (GLAC), em que uma sociedade afiliada ao The Clark Group, Inc adquiriu 2.380.000 ações, assegurando a aprovação da operação em 12 de fevereiro de 2008⁵³³.

A união de forças entre as ações dos patrocinadores e as aquisições realizadas por essa sociedade garantiu que detivessem capital social suficiente para aprovar a operação, independentemente da vontade dos demais acionistas⁵³⁴. Analisando essa questão, Jenkinson e Sousa realizaram um estudo empírico, visando compreender o motivo que leva à realização de SPACs desvantajosas⁵³⁵. Inicialmente, os autores conceituam uma “SPAC ruim” como aquela que é aprovada pelos investidores em sede de assembleia geral, mesmo quando o mercado havia previamente avaliado o negócio como potencialmente destruidor de valor⁵³⁶.

Por outro lado, quando os investidores aprovam uma operação cujo preço da ação na data da assembleia é superior ao valor de confiança por ação (*trust value per share*), tem-se uma “boa SPAC”. Nesse caso, os preços do mercado são informativos e o negócio é compreendido como gerador de valor. Para fins de contextualização, *trust value per share* é o montante estimado assumindo uma taxa constante de crescimento do dinheiro arrecadado e mantido na conta

533 JENKINSON, Tim; SOUSA, Miguel. *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*. Atlanta: Bergen Meetings Paper, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, mar. 2009, p. 16. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1341771>. Acesso em: 10 nov. 2022.

534 *Ibidem*, p. 17.

535 *Idem*.

536 *Idem*.

fiduciária, desde o IPO até a data da aprovação da sociedade-alvo escolhida⁵³⁷.

A conclusão obtida pelos autores evidencia que, em SPACs posteriormente consideradas desvantajosas, houve uma movimentação das ações nas duas semanas anteriores à assembleia de aprovação, hipótese em que os patrocinadores ou seus afiliados adquiriram ações com o objetivo de garantir a aprovação⁵³⁸. Em sentido oposto, SPACs consideradas posteriormente vantajosas não apresentam esse mesmo movimento⁵³⁹. Numericamente, observa-se que “SPACs ruins” apresentam movimentação em mais de 25% de suas ações ordinárias, enquanto “boas SPACs” apresentam um giro médio de apenas 4%.

Ou seja, a aquisição de ações por parte dos patrocinadores pode ser compreendida como desvantajosa para os investidores. Nessa mesma perspectiva, Fortney analisa a remuneração conferida aos patrocinadores e conselheiros das SPACs, sob a lógica da diferença entre a modalidade adotada neste instituto, se comparada à remuneração de um conselheiro de companhia convencional⁵⁴⁰. Segundo o autor, enquanto nas demais empresas os conselheiros recebem dinheiro ou ações independentemente da ocorrência de algum evento particular, nas SPACs o prêmio é condicionado a conclusão operação societária⁵⁴¹.

Ao realizar uma previsão sobre as possíveis disputas que podem surgir da remuneração dos patrocinadores e diretores das SPACs, os autores compreendem que existe um incentivo para que os patrocinadores divulguem uma imagem vantajosa da sociedade-alvo, induzindo os investidores a aprovarem a operação e não realizarem o

537 Idem.

538 Idem.

539 Idem.

540 FORTNEY, Hunter. *SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications*. [S.l.]: Harvard University, set. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3911337>. Acesso em: 10 nov. 2022.

541 Idem.

resgate de suas *units* em dinheiro⁵⁴². Nesse caso, há uma violação de seus deveres fiduciários, que pode levar à responsabilização⁵⁴³.

Isso porque, após a conclusão do negócio, as ações da companhia passam a valer menos do que o valor inicialmente pago pelos investidores (em média US\$ 10), o que representa a materialização de prejuízos. Mesmo nesse cenário, aos patrocinadores é garantido o recebimento de 20% do valor do negócio, mediante suas ações de fundadores. Especificamente nos Estados Unidos, cerne da popularidade e desenvolvimento das SPACs, já existem demandas frente à justiça com fundamento na violação de deveres fiduciários por parte dos patrocinadores. Um exemplo disso é o caso *Kwame Amo v. MultiPlan Corp.*, ação coletiva apresentada na corte de Delaware em 25 de março de 2021⁵⁴⁴.

Em linhas gerais, acionistas da MultiPlan Corp. apresentaram uma ação coletiva alegando violação dos deveres fiduciários dos patrocinadores, conselho de administração e outras partes relacionadas durante a realização da SPAC, cuja sociedade-alvo foi a Polaris Control Corp., controladora da MultiPlan⁵⁴⁵. No caso, os acionistas alegam que os patrocinadores realizaram a operação societária visando unicamente lucro particular, independentemente do que seria favorável ou não para os investidores, o que se verifica na queda do preço das ações da sociedade-alvo após a operação de M&A⁵⁴⁶.

É possível observar a mesma preocupação com relação aos conselheiros das SPACs, que apresentam os interesses muito alinhados

542 Idem.

543 Idem.

544 *Kwame Amo v. MultiPlan Corp.*, C.A. No. 2021-0258.

545 SCHULTE ROTH & ZABELL LLP. *SPAC Litigation Alert: Kwame Amo v. MultiPlan*. [S.l.]: SRZ, [s.d.]. Disponível em: <https://www.srz.com/resources/spac-litigation-alert-kwame-amov-multiplan.html>. Acesso em: 05 nov. 2022.

546 Idem.

aos dos patrocinadores, porém, em muitos casos, distantes dos investidores⁵⁴⁷. Um exemplo apresentado por Fortney indica:

Por exemplo, se uma SPAC com conta fiduciária de \$800 milhões consumir uma operação e depois o preço da ação cair [...], o Patrocinador ganhará quase \$100 milhões com o capital das Ações de Fundadores. Assumindo que os conselheiros da SPAC recebem a contagem média de ações de ~40.000 Ações de Fundadores, receberão ~200.000 dólares, enquanto os acionistas perderão coletivamente ~400 milhões de dólares (tradução nossa)⁵⁴⁸.

Ou seja, nota-se que a atuação dos patrocinadores e conselheiros pode ser eivada por conflitos de interesse e prejudicial aos investidores. Como consequência, de acordo com a compreensão de Fortney, lidar com as disputas oriundas desses problemas será uma realidade nos próximos anos, especificamente na corte de Delaware (foco de sua análise).

Tratando das manifestações midiáticas a respeito do tema, em 15 de outubro de 2022 foi publicada matéria no *The Wall Street Journal* com o título “*SPAC Sponsors Were Winners Even on Losers*”. De acordo com o artigo, enquanto os investidores de SPACs realizadas desde 2015 perderam em média 37% de seu investimento em até um ano após a conclusão da operação societária, os patrocinadores receberam um retorno de, em média, 110% de seu investimento inicial⁵⁴⁹. Nessa perspectiva, o bônus de 20% recebidos por eles é alvo de crítica, sendo considerado excessivo e permitindo que lucros exorbitantes sejam

547 FORTNEY, Hunter. *SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications*. [S.l.]: Harvard University, set. 2021, p. 10. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3911337>. Acesso em: 10 nov. 2022.

548 Idem.

549 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

obtidos pelos patrocinadores, mesmo em cenários desvantajosos para os investidores.

Em contrapartida, o artigo menciona os argumentos favoráveis ao pagamento dessa porcentagem, compreendida como uma compensação pelos riscos assumidos por esse agente durante todo o processo da SPAC. Isso pois, caso o M&A não seja concretizado, não receberão esse montante, absorvendo os prejuízos resultantes de seu investimento por conta própria. Esse argumento, todavia, não se sustenta, especialmente pela constatação de que justamente o fato de que ou o patrocinador “ganha” ou “não ganha” o induz a buscar a conclusão do negócio a qualquer custo.

Pensando nesses problemas, a SEC manifestou que está estudando proposta para regulamentar as SPACs com mais precisão. Um dos focos dessa regulamentação será a remuneração dos patrocinadores. De acordo com o plano inicial, exige-se que as companhias divulguem informações sobre a remuneração de seus patrocinadores e a diluição que os acionistas podem enfrentar caso a operação societária ocorra⁵⁵⁰. Com isso, ainda que os riscos intrínsecos ao instituto permaneçam, os investidores estariam cientes das possíveis perdas antes de adquirirem as *units*.

4.2 DUE DILIGENCE: EXISTE UM INCENTIVO PARA O DESCUIDO?

De acordo com Gahng, outro aspecto envolvendo as SPACs que suscita discussões é a realização da auditoria legal⁵⁵¹. Diferentemente do que ocorre em um IPO tradicional, as instituições financeiras que assessoram a SPAC e oferecem orientação com relação aos

550 KIERNAN, Paul. *SEC propõe novos requisitos de divulgação para SPACs*. Nova Iorque: The Wall Street Journal, 2022. Disponível em: https://www.wsj.com/articles/sec-considers-new-disclosure-rules-for-spacs-11648654298?mod=article_inline. Acesso em: 05 nov. 2022.

551 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

procedimentos do negócio não estão sujeitas à Seção 11 do *Securities Act* de 1933⁵⁵².

Em linhas gerais, conforme introduzido no capítulo anterior, a Seção 11 determina a responsabilidade civil de qualquer subscritor por falsidade na declaração de registro ou caso qualquer fato relevante seja omitido⁵⁵³. Além disso, também prevê a responsabilização dos assessores financeiros por falsidade nos documentos da oferta ou quaisquer violações que ocorram durante o processo de IPO⁵⁵⁴, buscando assegurar que as partes serão responsabilizadas em caso de irregularidades, bem como incentivando uma preocupação maior com as informações que serão ofertadas ao mercado⁵⁵⁵. Essa regra, todavia, não se aplica integralmente às SPACs⁵⁵⁶, o que permite a criação de um incentivo para que a auditoria legal não seja realizada de forma rigorosa.

Ainda que os riscos inerentes à SPAC sejam mínimos, mediante o fato de não apresentar atividade operacional, o mesmo não pode ser dito sobre a sociedade-alvo, que é operacional, apresenta atividade, ativos, passivos, e pode representar riscos no curto, médio e longo prazo. Por isso, a realização de uma diligência legal é relevante para que sejam mapeados os pontos de atenção do negócio, tanto com relação à processos e disputas, quanto possíveis ilícitos, responsabilidades jurídicas e status da empresa perante as autoridades governamentais pertinentes ao seu setor de atuação.

A auditoria legal, mais que uma formalidade, é um importante passo para a precificação da operação, garantindo que todas as decisões tomadas serão o mais racionais possível, considerando o real

552 Idem.

553 Idem.

554 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Act de 1933*. Washington: [s.n.], mai. 2018. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 06 nov. 2022.

555 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

556 Essa regra se aplica às SPACs apenas nos casos em que novas ações forem registradas como parte da SPAC.

cenário do negócio⁵⁵⁷. Omitir essa etapa, ou realizá-la sem a seriedade necessária, é um risco para os investidores.

4.3 PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES

De acordo com artigo publicado por Bazerman na Harvard Business Review, a grande maioria dos investidores das SPACs são institucionais, especialmente fundos de hedge altamente especializados⁵⁵⁸. Contudo, essa constatação tem se transformado com o passar do tempo, considerando o apelo midiático e a popularidade dessa modalidade de investimento, que tem atraído cada vez mais investidores de varejo.

Nessa perspectiva, conforme analisado anteriormente, artigo publicado pelo The New York Times revela que os patrocinadores têm utilizado celebridades para atrair investidores, colocando-as como o “rosto” do investimento⁵⁵⁹. Alguns dos nomes do meio artístico mencionados na matéria são Jay-Z, Shaquille O’Neal, Ciara Wilson e Serena Williams. Além disso, a tendência também abarcou celebridades do esporte, como Alex Rodriguez, Steph Curry e Colin Kaepernick. Inicialmente, a participação dessas figuras pode parecer inofensiva, todavia, o fato de que investidores de varejo têm se prejudicado nessas operações evidencia uma preocupação para os reguladores e mercado de capitais de modo geral.

De acordo com Spamann e Hao Guo⁵⁶⁰, os investidores de varejo tendem a ser prejudicados em detrimento dos investidores

557 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

558 BAZERMAN, Max H.; PATEL, Paresh. *SPACs: What You Need to Know*. [S.l.]: Harvard Business Review, ago. 2021. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em: 7 nov. 2022.

559 KURUTZ, Steven. *OK, What’s a SPAC*. Nova Iorque: The New York Times, 2021.

560 SPAMANN, Holger; GUO, Hao. *The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection*. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper n° 1080, 2022, p. 6. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4135558> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4135558>. Acesso em: 05 nov. 2022.

institucionais que participam das SPACs. Isso porque, após adquirir as *units*, os acionistas podem escolher entre dois caminhos distintos: (i) resgatar suas ações pelo valor de US\$ 10, acrescido de juros, no momento da operação societária; ou (ii) permanecer no investimento.

A análise realizada pelos autores revela que a maioria dos investidores institucionais tende a resgatar o investimento, solicitando o reembolso de seu valor em dinheiro, enquanto os investidores de varejo se mantêm até o De-SPAC. A grande problemática envolvendo essa movimentação, com base em análises empíricas, é o fato de que o valor das *units* pós M&A costuma ser inferior a US\$ 10, o que desencadeia a perda de dinheiro por esses investidores.

Dessa forma, assim como existe um incentivo para que o patrocinador conclua a operação a qualquer custo, igualmente há um incentivo para que o investidor resgate o montante que lhe pertence, potencializando seus lucros. Ademais, esse incentivo tende a aumentar mediante: (i) a possibilidade de que o acionista vote favoravelmente à operação de M&A na assembleia, mas ainda assim solicite o resgate; e (ii) a retirada do limite de 20% para os resgates, desassociando o voto do futuro do investimento⁵⁶¹. Trata-se de inovações conferidas às SPACs, que as diferenciam das operações realizadas na década de 1980.

Nessa mesma linha, os autores defendem:

Embora a identidade dos acionistas SPAC que não resgatam as ações seja geralmente desconhecida, sabemos que os IPOs SPAC são quase exclusivamente subscritos por investidores institucionais que resgatam ou vendem praticamente todas as suas ações antes da operação societária. Portanto, é lógico que os acionistas SPAC não resgatáveis sejam quase exclusivamente investidores de varejo e instituições diferentes e menos sofisticadas (tradução nossa)⁵⁶².

561 Idem.

562 Idem.

A análise dos dados numéricos comprova a conclusão obtida por Spamann e Hao Guo. Utilizando 4 de abril de 2022 como data de corte, apenas 18% das 345 SPACs que concluíram a operação societária desde 2018 foram negociados acima do preço de oferta de IPO, mostrando que o retorno médio acumulado dessas 345 SPACs é de 32,8%⁵⁶³. Nessa perspectiva, faz-se relevante compreender a razão pela qual os investidores de varejo não resgatam seu investimento, mesmo quando a decisão mais racional é optar pelo resgate. Ainda que não exista uma justificativa específica para tanto, ressalta-se que esses investidores não apresentam expertise no mercado de capitais, inclusive não detendo conhecimento suficiente para compreender, por si só, a lógica de preços e incentivos, tal qual os investidores institucionais.

Pensando em todas as controvérsias que envolvem a proteção dos investidores nas SPACs ocorridas nos Estados Unidos, a SEC propôs em 30 de março de 2022 novas regras que demandam uma divulgação de informações mais precisa no IPO das SPACs, assim como na posterior operação societária⁵⁶⁴. A proposta busca, com especial ênfase, combater os conflitos de interesse que permeiam essas operações, como por exemplo os que envolvem os patrocinadores, conforme analisado anteriormente.

Ainda, a SEC conferiu o prazo de 60 dias após a publicação da proposta para o envio de comentários. Caso aprovadas, essas modificações serão um importante avanço na regulamentação do instituto, garantindo maior proteção aos investidores e transparência no processo das SPACs.

563 RENAISSANCE CAPITAL. *SPAC Merger Returns Crumble, Upending the 2022 SPAC Market*. [S.l.]: Renaissance Capital, 2022. Disponível em: <https://ipopro.renaissancecapital.com/reviews/2022SPACReportPro.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2022.

564 BREHENY, Brian V. (et al.). SEC proposes significant changes to rules affecting SPACS. [S.l.]: Skadden, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, mar. 2022. Disponível em: <https://www.skadden.com/insights/publications/2022/03/sec-proposes-significant-changes-to-rules-affecting-spacs>. Acesso em: 05 nov. 2022.

4.4 DIREITO DE RESGATE DO INVESTIMENTO

Uma das principais preocupações quando se fala em SPAC é a proteção dos investidores. Todavia, segundo manifestações de agentes interessados no mercado das SPACs, tais quais escritórios de advocacia estadunidenses atuantes nessas operações, os mecanismos de proteção vigentes, mais do que suficientes, podem inclusive permitir que a operação societária almejada seja prejudicada, sob o viés financeiro.

De acordo com Barton, essa controvérsia pode ser observada no direito de resgate⁵⁶⁵. Isso porque, se uma parcela significativa de investidores decidir solicitar o resgate de seu investimento simultaneamente, o valor disponível para a realização da operação societária poderá diminuir drasticamente, inviabilizando sua conclusão. Traduzindo essa preocupação em dados numéricos, entre janeiro e julho de 2022 a taxa média mensal de resgate de investimentos em SPACs variou de 7% a 43%, o que já demonstrava um valor significativo⁵⁶⁶. Esse número, todavia, aumentou expressivamente entre julho e novembro, passando para um intervalo entre 43% e 67%⁵⁶⁷.

Ao analisar as razões que podem levar o investidor a optar pelo resgate, o autor menciona que a queda no valor das ações pode ser uma justificativa, sendo o resgate uma garantia ao investidor de que receberá o valor pelo qual as ações foram inicialmente adquiridas (US\$10)⁵⁶⁸. Além disso, outra motivação pode ser a simples discordância da sociedade-alvo escolhida pelos patrocinadores. Por fim, tem sido cada vez mais comum o resgate justificado unicamente

565 BARTON, Roger E. *High redemption rates see SPACs relying on alternative financing*. [S.l.]: Reuters, jan. 2022. Disponível em: <https://www.reuters.com/legal/transactional/high-redemption-rates-see-spacs-relying-alternative-financing-2022-01-14/>. Acesso em: 10 ago. 2022.

566 Idem.

567 Idem.

568 Idem.

pela intenção do investidor de potencializar seu retorno financeiro, conforme analisado anteriormente⁵⁶⁹.

Independentemente da razão que leve a essa decisão, a busca por alternativas para angariar fundos é uma preocupação dos patrocinadores. A principal saída adotada por eles tem sido um financiamento adicional, sob a forma de investimento público em *private equity* (PIPE), contratos de compra a termo ou financiamento de dívida. Os PIPEs, mais comumente escolhidos, são acordos com investidores institucionais, que concordam em adquirir uma porcentagem de ações previamente determinada, muitas das vezes mediante um desconto⁵⁷⁰.

A escolha por esses investidores institucionais se deve ao fato de que conferem maior segurança aos patrocinadores e ao futuro da SPAC, se comparado aos investidores de varejo. Faz-se relevante destacar, para fins dessa constatação, que os investidores de varejo apresentam menos expertise, recursos e, em muitos casos, são mais voláteis, baseando suas decisões em aspectos subjetivos. Por conta dessas características, poderiam facilmente ser compelidos a desistir do investimento, havendo pouca segurança em suas ações.

Ilustrando esse problema, a SPAC Virgin Orbit enfrentou diversas solicitações de resgate, representando 82,3% das ações da empresa. Assim, para que a operação fosse concluída, foi necessária a obtenção de US\$ 160 milhões, por meio de investimento PIPE, compensando o valor perdido por conta dos pedidos de resgate.

4.5 MITOS ENVOLVENDO AS SPACS

A controvérsia apresentada nesse tópico foi levantada por Coates, que criou o conceito de mitos jurídicos (*legal myths*)⁵⁷¹. Segundo

569 Idem.

570 Idem.

571 COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. [S.l.]: Harvard Law School, fev. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4022809>. Acesso em: 07 nov. 2022.

ele, esses mitos podem ser compreendidos como conselhos jurídicos sobre o direito aplicável, que apesar de comprovadamente incorretos, são plausíveis aos ouvidos do cliente final e costumam ser utilizados inclusive por profissionais altamente treinados.

O primeiro mito se refere ao argumento de que prognósticos e projeções (*forecasts and projections*) são banidos em IPOs convencionais, porém permitidos nessa modalidade de investimento⁵⁷². Segundo ele, não existe nenhuma norma ou regulamentação legal que proíba a realização de projeções nos IPOs⁵⁷³. Ou seja, em uma perspectiva prática, essas análises costumam ser realizadas de forma frequente, porém não são incluídas nas ofertas, uma vez que não se trata de uma informação do emissor, mas sim uma projeção do banco. Dessa forma, a alegação de que as SPACs são mais efetivas ou vantajosas pela possibilidade de realização dessas projeções não é verdadeira⁵⁷⁴.

O segundo mito, nos termos do autor, é a afirmação de que uma das vantagens das SPACs com relação ao IPO é a menor exposição perante a lei de valores mobiliários, visto que o seguro do PSLRA (*PSLRA safe harbor for forward-looking statements*) para declarações prospectivas se aplica no contexto do De-SPACs, mas não no IPO convencional. Para fins de contextualização, trata-se de um dispositivo legal que elimina ou reduz a responsabilidade do agente em casos de imprecisão de alguma informação fornecida quando: (i) a declaração for acompanhada por “declarações de advertência significativas”, ressaltando fatores que podem causar resultados diferentes daqueles inicialmente indicados; ou (ii) não for comprovado que houve uma intenção real de engano por parte do autor da declaração⁵⁷⁵.

De fato, embora o mecanismo se aplique ao IPO da SPAC, porém seja excluído das hipóteses de IPO convencional, também não se

572 Idem.

573 Idem.

574 Idem.

575 DYKEMA. *Is Your Forward-Looking Statement Safe Harbor Safe?*. [S.l.]: Dykema, [s.d.]. Disponível em: <https://www.dykema.com/news-insights/is-your-forward-looking-statement-safe-harborsafe.html#:~:text=The%20safe%20harbor%20provides%20that,to%20differ%20materially%20from%20those>. Acesso em: 07 nov. 2022.

enquadra no De-SPAC, uma vez que já existe uma companhia aberta e operacional constituída, sujeita a regras de divulgação de informações específicas. Já a respeito do terceiro mito, um dos mais populares, o autor acredita que o processo de registro de uma SPAC perante a SEC não é mais célere, se comparado ao de um IPO convencional. Esse argumento, inclusive, foi combatido por Bill Hinman, ex-diretor da divisão de finanças corporativas da SEC (*Division of Corporation Finance*), nos seguintes termos:

Em termos de revisão de uma SPAC e do processo pelo qual um emissor SPAC passaria, realmente não há um atalho perante a SEC. As finanças devem ser as mesmas que vemos no IPO. O processo de revisão seria muito, muito semelhante [...]. Esperamos que [...] as pessoas envolvidas em “*deSPACing transactions*” [...] sejam cuidadosas sobre as divulgações. Nós [ou seja, a equipe da SEC] revisaremos essas divulgações (tradução nossa)⁵⁷⁶.

O quarto mito, por sua vez, foca nas mudanças relativas às regras contábeis das SPAC pela SEC em 2021. Nessa perspectiva, alega-se que as mudanças contábeis propostas pela SEC forçaram muitas empresas a rerepresentarem suas declarações financeiras. Entretanto, o objetivo da manifestação da SEC, na perspectiva do autor, foi tão somente minimizar a falta de cuidado conferida pelos profissionais que atuam com as operações SPAC, evitando que cometam erros considerados básicos.

Com a recente popularização desse instituto, cada vez mais profissionais foram atraídos para o universo das SPACs, o que, como consequência, atraiu mais atenção do mercado para os termos de seus contratos, bem como para as regras contábeis a eles aplicáveis. Portanto, Coates compreende que as normas apresentadas pela SEC

576 SOYOUNG, Ho. *SPACs are hot but SEC is watching*. [S.l.]: Thomson Reuters Tax & Accounting, out. 2020. Disponível em: <https://tinyurl.com/mrxdmr9x>. Acesso em: 07 nov. 2022.

não propuseram a criação de inovações ou alterações, mas apenas reforçaram padrões contábeis adequados. Ou seja, em suas palavras, “o mito é a afirmação de que o pessoal ‘mudou’ as regras, quando a verdade é que as regras não mudaram, apenas a atenção às regras sim (tradução nossa)”⁵⁷⁷.

Por fim, o quinto mito indica que a SEC foi a responsável pela queda no mercado de SPAC verificada no final do ano de 2021. Após realizar uma análise empírica da atuação da SEC nessas operações, o artigo conclui que não há qualquer mudança que demonstre uma intenção de ‘matar’ as SPACs, sendo essa acusação uma forma de culpar o regulador pelas falhas no próprio mecanismo.

Em contrapartida, uma análise crítica que compara as SPACs com suas predecessoras, as companhias em branco, evidencia que o papel da SEC pode ser determinante para inviabilizar a utilização de um instituto jurídico. Por mais que, a princípio, não existam indícios suficientes para a conclusão de que o regulador busca essa finalidade, um enrijecimento das normas aplicadas a essas operações pode, a longo prazo, culminar nesse fim.

4.6 COMETIMENTO DE FRAUDES E DECLÍNIO DAS SPACS EM 2022

Em 29 de julho de 2021, Trevor Milton, fundador da SPAC Nikola, recebeu acusações na esfera criminal e cível pela procuradoria dos Estados Unidos da América e pela SEC. O fato gerou repercussão internacional, visto que Milton é uma das figuras mais importantes quando se fala na recente popularização das SPACs. De acordo com a acusação, ele enganou os investidores a respeito da tecnologia dos veículos movidos a bateria e hidrogênio da sociedade-alvo VectorIQ, parte da operação societária realizada com a SPAC⁵⁷⁸.

577 COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. [S.l.]: Harvard Law School, fev. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4022809>. Acesso em: 07 nov. 2022.

578 EWING, Jack. *Founder of Electric Truck Maker Is Convicted of Fraud*. Nova Iorque: The New York Times, 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/10/14/business/trevor-milton-nikola-fraud.html>. Acesso em: 06 nov. 2022.

Milton alegou ser inocente e, após concordar com o pagamento de US\$ 100 milhões em fiança, foi liberado⁵⁷⁹. Nessa mesma linha, desde janeiro de 2020 mais de 20 processos investigativos foram instaurados por parte da SEC, demonstrando sua atuação cada vez mais ativa na busca por averiguar atividades ilícitas no processo das SPACs⁵⁸⁰.

Inclusive, mediante essa posição, bem como pela veiculação na mídia de casos de fraudes e conflitos de interesse envolvendo essas operações, os bancos têm buscado se afastar das SPACs, o que pode ser compreendido como uma das possíveis justificativas para sua queda recente⁵⁸¹. Isso tem ocorrido por conta do receio de que possam ser responsabilizados pelas projeções financeiras exageradas que fazem com relação à sociedade-alvo⁵⁸².

Conforme analisado anteriormente, o não enquadramento dessa modalidade de investimento nas regras de responsabilidade civil da Seção 11 do *Securities Act* de 1933 passa a sensação de impunidade, estimulando esses agentes a conferirem cada vez menos importância para a condução de uma auditoria legal com seriedade. Essa impunidade, por sua vez, é um risco principalmente para os investidores de varejo, maiores afetados por conta de sua condição intrínseca de vulnerabilidade.

Por fim, é importante ressaltar análise realizada pelo Harvard Business Review, com relação ao conteúdo divulgado na mídia ao longo do ano de 2010, a respeito das SPACs do período. De acordo com os dados, apesar de ter sido um ano em que o número de operações foi significativo, 70% dos artigos da mídia que falavam sobre o tema

579 SORKIN, Andrew Ross; KARAIAN Jason; KESSLER, Sarah; GANDEL Stephen; HIRSCH, Lauren; LIVNI Ephrat. *SPACs on Trial*. Nova Iorque: The New York Times, 2021. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2021/07/30/business/dealbook/spacs-fraud.html>. Acesso em: 06 nov. 2022.

580 GOLDSTEIN, Matthew. *SPACs Were All the Rage. Now, Not So Much*. Nova Iorque: The New York Times, jun. 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/06/02/business/spacs-inflation-regulation.html?searchResultPosition=17>. Acesso em: 06 nov. 2022.

581 Idem.

582 Idem.

detinham uma conotação negativa⁵⁸³. Ainda que o mercado de capitais enfrente outro cenário na atualidade, e as SPACs se mostrem populares e vantajosas por muitas perspectivas, não se pode deixar de considerar as opiniões contrárias ao instituto, que o consideram prejudicial aos investidores e uma oportunidade fracassada de negócio.

Nessa linha, relatório divulgado pelo escritório norte-americano White & Case⁵⁸⁴ revela que houve um declínio de 88,6% no número de operações societárias De-SPAC, nos Estados Unidos, considerando como recorte de tempo os primeiros nove meses de 2022. Segundo a análise, a motivação para essa queda foi a combinação entre taxas de juros crescentes, alta da inflação e contração nos mercados de dívida.

Ademais, o valor angariado em De-SPACs até o final de setembro de 2022 foi de US\$ 38,56 bilhões, montante significativamente inferior ao observado no mesmo período de 2021 (US\$ 341 bilhões). O mesmo movimento pode ser observado no valor capturado pelos IPOs de SPACs, que nos primeiros nove meses de 2021 atingiu US\$ 95 bilhões nos Estados Unidos, enquanto em 2022, em data equivalente, apenas US\$ 6,60 bilhões.

Com relação à quantidade de operações, em 2021 foram anunciadas 161 SPACs, contrastando com somente 74 anúncios em 2022. Além disso, 264 IPOs foram notificados em 2021, número muito superior aos 58 anúncios realizados neste ano.

Por mais que existam análises que buscam compreender o motivo dessa queda, não há certeza a respeito dos fatores que a impulsionaram. Se, por um lado, muitos críticos já previam que isso ocorreria no longo prazo, mediante todas as desvantagens e controvérsias desse instituto, por outro, muitos defensores argumentavam em sentido oposto.

583 NAUMOVSKA, Ivana. *The SPAC Bubble Is About to Burst*. [S.l.]: Harvard Business Review, fev. 2021. Disponível em: <https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst>. Acesso em: 06 nov. 2022.

584 WHITE & CASE. *US de-SPAC & SPAC data & statistics roundup*. [S.l.]: White Case, nov. 2021. Disponível em: <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-11/us-spac-de-spac-data-statistics-round-up.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2022.

5. REGULAÇÃO NO BRASIL

Ao contrário do que se observa nos Estados Unidos, as SPACs não têm demonstrado grande popularidade no Brasil. Isso fica evidente tanto pela ausência de posicionamento concreto por parte dos reguladores a respeito do tema, quanto pela inexistência de operações cujo IPO ocorreu no país, seguindo as normas e formalidades da CVM.

Nessa perspectiva, apesar de existirem SPACs realizadas em outras jurisdições, visando a aquisição de uma empresa brasileira, estas não podem ser consideradas SPACs nacionais, tendo em vista que não são listadas na B3 e não seguem os procedimentos da CVM. A título exemplificativo, a XPAC foi lançada pela XP no ano de 2021, angariando US\$ 200 milhões na bolsa de valores norte-americana Nasdaq, com o objetivo de investir em uma empresa nacional⁵⁸⁵.

Após o levantamento de fundos, foi escolhida a companhia de biotecnologia SuperBac, fundada em 1995 por Luiz Chacon e especializada em pesquisa para o desenvolvimento de soluções e conhecimento a partir de bactérias do ecossistema⁵⁸⁶. Por mais que a sociedade-alvo tenha sido uma companhia brasileira, todas as etapas da captação foram realizadas nos termos da legislação e regulamentação norte-americana.

O mesmo ocorreu com a empresa de investimentos Valor Capital Group, que levantou US\$ 230 milhões (sendo US\$ 200 milhões fruto do IPO realizado na Nasdaq e US\$ 30 milhões em lote adicional) e pretendia adquirir uma empresa brasileira⁵⁸⁷. Nesse caso, o foco eram

585 EQUIPE INFOMONEY. *XP levanta US\$ 200 milhões para seu primeiro SPAC*. São Paulo: Infomoney. Publicado em 30 jul. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/xp-levanta-us-200-milhoes-para-seu-primeiro-spac/>. Acesso em: 20 set. 2022.

586 CAMPOS, Álvaro. *Companhia 'cheque em branco' da XP compra SuperBac, que será listada na Nasdaq*. São Paulo: Valor Investe. Publicado em 26 abr. 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/04/26/companhia-cheque-em-branco-da-xp-compra-superbac-que-ser-listada-na-nasdaq.ghtml>. Acesso em: 20 set. 2022.

587 PRADO, Matheus. *Gestora levanta US\$ 230 milhões com SPAC na Nasdaq e quer investir no Brasil*. São Paulo: CNN. Publicado em 25 mai. 2021. Disponível em: <https://www.>

companhias de tecnologia que operassem de forma diversificada, abrangendo diversos segmentos do mercado.

Apesar dos exemplos citados acima, nenhuma SPAC foi listada, conduzida e concluída unicamente nos termos do ordenamento jurídico nacional, o que indica uma diferença significativa entre o movimento realizado nos Estados Unidos e o atual cenário brasileiro. No âmbito nacional, a única empresa listada na CVM com a intenção de realizar uma SPAC foi a Alvarez & Marsal Investimentos (“Alvarez & Marsal”).

Em 8 de dezembro de 2021, a companhia divulgou fato relevante ao mercado de capitais, informando que, em 30 de novembro de 2021, foi deferido pela CVM o registro de companhia aberta, categoria “A” da SPAC⁵⁸⁸. De acordo com a comunicação, a Alvarez & Marsal Holdings LLC atuaria como administradora da operação, na qualidade de patrocinadora⁵⁸⁹.

Além disso, a respeito da estrutura, o documento menciona que a escolha pela SPAC se deve ao fato de que essa modalidade possui o propósito de dinamizar o acesso ao mercado de capitais, bem como que a sociedade-alvo será identificada em momento oportuno. Por fim, também indica a pretensão de realizar uma oferta pública com esforços restritos, destinada apenas a investidores profissionais.

Mediante a divulgação do Fato Relevante, houve uma ampla veiculação na mídia de que a primeira SPAC brasileira seria realizada, captando cerca de R\$ 1 bilhão de reais⁵⁹⁰. Após dois anos, de acordo

cnnbrasil.com.br/business/gestora-levanta-us-230-milhoes-com-spac-na-nasdaq-e-quer-investir-no-brasil/. Acesso em: 20 set. 2022.

588 ALVAREZ & MARSAL. *Fato Relevante divulgado pela Alvarez & Marsal Investimentos I S.A.* [S.l.]: Alvarez & Marsal, dez. 2021. Disponível em: <https://portal.mzgroup.com/fatosrelevantes/fato-relevante-139/>. Acesso em: 15 set. 2022; REUTERS.

589 Idem.

590 TAUHATA, Sérgio. Spacs para investir no Brasil captam R\$ 10 bi. São Paulo: Valor Econômico. Publicado em 03 set. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/09/03/spacs-para-investir-no-brasil-captam-r-10-bi.ghtml>. Acesso em: 15 set. 2022. A Instrução em questão foi revogada pela Resolução CVM 160, conforme detalhamento abaixo.

com o Formulário de Referência disponibilizado em 31 de maio de 2023, a companhia reforça:

Considerando a vasta experiência da A&M no ambiente de negócios brasileiro, estamos convencidos de que a criação do 1º SPAC brasileiro ocorrerá em um momento oportuno, pois acreditamos que há uma oportunidade única de aproveitar o ambiente econômico de recuperação pós-pandemia e reformas. (...) Atualmente vemos um grande universo de empresas-alvo no Brasil, com uma concorrência limitada de outras SPAC's, dado que de acordo com a Bloomberg e Dealogic, em 17 de abril de 2022 haviam apenas 12 SPAC's na América Latina em comparação com aproximadamente 608 nos Estados Unidos em busca de empresas-alvo, o que nos dá confiança de que vamos poder nos beneficiar de termos de aquisição favoráveis⁵⁹¹.

Nessa mesma linha, a respeito de sua estratégia, alega que pretende identificar e completar uma combinação de negócios com uma empresa alvo brasileira, em setor ainda não definido⁵⁹². Em complemento, entende que as SPACs são mais flexíveis e vantajosas que um IPO tradicional, visto que sua estrutura facilita a execução de transações de grande porte, angariando capital para a *target* e os acionistas vendedores, que também podem ser impulsionados por meio dos investidores PIPEs, cujo papel foi abordado ao longo do presente artigo⁵⁹³.

A respeito de sua estratégia, o documento expõe que, até o momento, a companhia não selecionou nenhuma *target*, bem como não realizou proposta de combinação de negócios⁵⁹⁴. Ainda,

591 ALVAREZ & MARSAL RI. *Formulário de referência*. Publicado em 31 mai. 2023. Disponível em: <https://www.aminvestimentos.com.br/>. Acesso em: 15 set. 2023.

592 Idem.

593 Idem.

594 Idem.

é interessante observar que, no que diz respeito aos obstáculos do negócio, a companhia classifica a ausência de regulamentação no Brasil a respeito das SPACs como um fator potencialmente gerador de inseguranças jurídicas⁵⁹⁵. Em conclusão, mesmo mediante o aval da CVM, não houve avanço da Alvarez & Marsal na concretização da primeira SPAC brasileira, ainda que a companhia continue reforçando seu comprometimento com a realização dessa transação⁵⁹⁶.

5.1 POSICIONAMENTO DOS AGENTES ATUANTES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

No dia 10 de março de 2021, a CVM divulgou ao mercado o Edital da Audiência Pública nº 02/21, apresentando algumas propostas de inovação para a regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A respeito das SPACs, o documento assegura que a lei brasileira não impede a realização dessas operações, solicitando que o mercado contribua com comentários a respeito da possibilidade de que o público-alvo dessas ofertas seja limitado, inicialmente, apenas a investidores qualificados⁵⁹⁷.

Segundo o regulador, essa limitação foi pensada a partir da observação de que os fundos de investimento em participações (FIP), em muitos aspectos, assemelham-se com as SPACs⁵⁹⁸. Dessa forma, durante os 18 primeiros meses o investimento seria restrito aos investidores institucionais, podendo, após esse período, alcançar os investidores de varejo⁵⁹⁹.

595 Idem.

596 Alvarez & Marsal RI. *Formulário de referência*. Disponível em: <https://www.aminvestimentos.com.br/>. Acesso em 15.09.2023.

597 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em: 24 out. 2022.

598 Idem.

599 Idem.

Dando continuidade para a consulta, a CVM determinou que o prazo máximo para manifestação seria o dia 8 de agosto de 2021. Ao final desse período, foram contabilizadas 37 manifestações, que, em linhas gerais, apresentam quatro preocupações centrais, que serão detalhados a seguir: (i) proteção aos investidores; (ii) proteção do mercado de capitais e garantia de boas práticas de governança; (iii) ajuste das normas da CVM para adaptar as exigências legais para o contexto das SPACs; e (iv) discussão a respeito da melhor estrutura prática para instrumentalizar as SPACs, visto que são similares aos FIP.

Inicialmente, foi ponderada a necessidade de realização de estudo de viabilidade no âmbito do instituto. Em linhas gerais, todas as manifestações dispensaram a realização do estudo, reconhecendo que a SPAC não é uma empresa pré-operacional como as demais – há, todavia, uma exceção para essa recomendação, possibilitando que o estudo seja solicitado no momento da operação societária.

Ou seja, nos termos da Instrução CVM n° 400⁶⁰⁰, era necessário um estudo de viabilidade para as empresas consideradas pré-operacionais, uma vez que elas não apresentam histórico e dados numéricos suficientes para fundamentar a decisão dos investidores. Em complemento, de acordo com a Instrução CVM n° 480⁶⁰¹, somente seriam consideradas pré-operacionais as companhias que não apresentam receita proveniente de suas operações. As SPACs, todavia, justamente por não exercerem atividade operacional, são incapazes de apresentar receita. Nesses termos, as manifestações compreendem, de forma geral, que deve ser criada uma categoria de empresa pré-operacional, considerando as peculiaridades das SPACs.

Já no que se refere aos investidores, dois posicionamentos podem ser observados: (i) a necessidade de restrição a investidores profissionais em qualquer hipótese; e (ii) a possibilidade de que, desde o início, os investidores em geral possam participar, contanto que haja o direito de reembolso ou resgate das ações. Como conclusão, foi indicada a necessidade de fixação do prazo de 18 meses para que

600 Revogada pela Resolução CVM 160.

601 Revogada pela Resolução 80/22.

seja desenvolvido um histórico de precificação e resultado das SPACs, para que, apenas após esse período, investidores de varejo possam ingressar na modalidade, revelando que a proteção aos investidores é um valor inegociável para o mercado de capitais brasileiro.

A respeito do formulário de referência, conclui-se que algumas exigências devem ser adaptadas, pois não são compatíveis com as SPACs em seu atual formato. Ou seja, enquanto parte dos interessados sugere que não sejam exigidas demonstrações financeiras porque essas empresas não apresentam atividade, há também os que indicam a possibilidade de adaptação de tais documentos, de modo que o período a ser abrangido pelas demonstrações auditadas seja modulado.

Após analisar as manifestações, a CVM decidiu editar as Resoluções 160, 161 e 162. Especificamente a respeito das SPACs, o artigo 85 da Instrução CVM nº 160 retira a obrigatoriedade de estudo de viabilidade e restringe a emissão de ações por SPACs a investidores institucionais, que poderão negociá-las em mercado secundário pelo prazo mínimo de 6 meses após o De-SPAC⁶⁰². Ainda que as mudanças tenham sido pontuais, é possível observar um avanço da CVM na tentativa de regulamentar as SPACs.

Em paralelo com a Audiência Pública nº 02/21, no dia 25 de janeiro de 2020 foi realizada a Audiência Particular nº 18.618, para discutir a implementação das SPACs no Brasil, solicitada por João Paulo Minetto, sócio do Demarest Advogados⁶⁰³. Contudo, desde então, nenhum dado ou avanço sobre a questão foi divulgado ao mercado.

Por fim, em 2023, a Resolução CVM 160 foi alterada por meio das Resoluções 180 e 183, a respeito das ofertas públicas de distribuição primária e secundária de valores mobiliários. Nessa perspectiva, enquanto a Resolução 180 propôs ajustes visando otimizar e

602 BRASIL. *Instrução CVM 161 da Comissão de Valores Mobiliários, de 13 de julho de 2022*. Dispõe sobre o registro de coordenadores de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e sobre as regras, procedimentos e controles internos a serem observados na intermediação de tais ofertas. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol161.html>. Acesso em: 15 set. 2023.

603 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Audiência Particular nº 18618*. [S.l.]: Comissão de Valores Mobiliários, 2020. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/index.asp?audiencia_id=18618. Acesso em: 25 out. 2022.

desburocratizar as ofertas de valores mobiliários, a Resolução 183 alterou a regulação dos *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs)⁶⁰⁴. Assim, em conclusão, embora a CVM demonstre uma tentativa de desenvolvimento com relação as ofertas de valores mobiliários, não foram implementados ajustes capazes de estimular, de forma significativa, o desenvolvimento das SPACs no Brasil.

5.1.1 B3

A B3, por sua vez, surpreendeu o mercado ao divulgar, em 6 de abril de 2022, um guia para a criação das SPACs no Brasil. Em suma, o documento indica a inexistência de qualquer impedimento legal ou empecilho regulatório para sua implementação no país⁶⁰⁵. De acordo com Flavia Mouta, diretora de emissões da B3, o objetivo do relatório foi propor um debate sobre a questão, trazendo um panorama geral sobre suas principais formalidades⁶⁰⁶.

Dentro das orientações apresentadas, recomenda-se a aprovação da operação em sede de assembleia geral, assim como a presença de algumas cláusulas essenciais no estatuto social, notadamente a respeito do ressarcimento do valor correspondente aos aportes efetuados no IPO, proporcionalmente aos recursos depositados em conta garantia. Além disso, é reforçada a necessidade de divulgação de informações precisas no Formulário de Referência, Prospecto ou Fato Relevante.

604 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *CVM ajusta regras de emissores e de ofertas*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-ajusta-regras-de-emissores-e-de-ofertas>. Acesso em: 15 set. 2023; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *CVM edita normas sobre BDR*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-edita-normas-sobre-bdr>. Acesso em: 15 set. 2023.

605 B3. *SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança*. [S.l.]: B3, Informação Pública, abr. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf>. Acesso em: 24 out. 2022.

606 Idem.

Por fim, também abordando o momento posterior ao IPO, recomenda-se que a operação de M&A realizada seja o mais transparente possível, bem como que os valores angariados não sejam utilizados para o pagamento de honorários advocatícios, custos com a auditoria legal ou pagamento de assessores financeiros e jurídicos. Nota-se, por trás de cada recomendação, uma preocupação explícita com a proteção dos investidores e garantia de um mercado de capitais saudável e bem-informado.

Seis meses após a divulgação do relatório, ainda não houve uma posição oficial por parte da CVM, conforme visto no item anterior. Além disso, não há perspectivas ou confirmações, no curto prazo, de uma intensificação do debate a respeito da matéria, tanto pelos reguladores quanto pela doutrina.

6. CONCLUSÃO

As SPACs, conforme compreendido a partir de sua reconstrução histórica, não são uma novidade no mundo jurídico. Originadas a partir de suas predecessoras *Blank Check Companies*, foram transformadas ao longo do tempo, mediante o esforço conjunto dos agentes de mercado, na tentativa de criar um instituto jurídico que fosse aprovado no crivo da SEC.

A análise do nascimento e declínio das *Blank Check Companies* suscita reflexões a respeito do papel dos agentes reguladores, que além de proteger os bens jurídicos relevantes para seus respectivos ordenamentos jurídicos, notadamente a proteção aos investidores no caso das SPACs, também exercem grande influência no oferecimento de incentivos ou desincentivos para que o mercado de capitais progrida.

Nessa perspectiva, para além de um fenômeno no mundo dos negócios, que angariou defensores e críticos ao redor do mundo, o caso das SPACs também apresenta ensinamentos sobre a importância do equilíbrio entre proteção e liberdade, assim como entre regulamentação ou mitigação. Isso porque, embora preocupações

legítimas demandassem a atuação da SEC na regulamentação dessas transações, não se pode negar que a excessiva interferência desses agentes contribuiu para o desestímulo de sua utilização.

Conforme os dados citados no capítulo quatro, o número de IPOs de SPACs anunciados em 2022 caiu 93%, se comparado aos anúncios de 2023. Se por um lado é possível argumentar que esse dado prevê o fim das SPACs no longo prazo, por outro é possível compreender que o mercado é cíclico, sendo natural que determinados institutos jurídicos, modalidades de investimento e estratégias de negócio se popularizem e caiam no esquecimento com o passar do tempo, até que voltem a fazer sucesso novamente no futuro.

Além disso, a compreensão a respeito das controvérsias jurídicas das SPACs também revela preocupações cíclicas do mercado, como por exemplo: proteção dos investidores, responsabilização dos agentes financeiros, conflito de interesses, embate entre incentivos financeiros e proteções legais, assim como o papel crescente da mídia nas transações envolvendo valores mobiliários, em âmbito nacional ou internacional. Estudar essas temáticas ultrapassa o campo das SPACs, permitindo a formação de um panorama que revela o bem jurídico tutelado pelo direito, aquilo que é fundamental para os agentes reguladores e que será prioridade em qualquer transação no mercado de capitais, ainda que em nada se relacionem com as SPACs.

Já com relação ao Brasil, é interessante notar que a queda das SPACs em âmbito internacional se manifestou antes mesmo do instituto se popularizar no Brasil. Até o momento, nenhum IPO de SPAC brasileiro foi realizado no âmbito do ordenamento jurídico nacional, muito embora, mesmo após dois anos desde a autorização da CVM, a Alvarez & Marsal continue reforçando seu compromisso em realizar a primeira SPAC brasileira. Mediante esse cenário, nota-se que a ausência de precedentes impossibilita a compreensão de como essas operações serão tratadas pelo direito brasileiro – caso venham a, de fato, ser implementadas no país.

A própria CVM, enquanto agente regulador, não adotou providências concretas sobre a questão, conforme foi visto. Muito

embora as SPACs tenham surgido nos Estados Unidos a partir do esforço de agentes do mercado, é cada vez mais difícil imaginar um cenário em que os agentes brasileiros se sintam incentivados a mover forças para que o instituto seja implementado no Brasil, visto que sua popularidade é cada vez menor nos países pioneiros e mais experientes em sua realização.

Apesar de seus altos e baixos, as SPACs continuam gerando debate e angariando defensores e críticos ao redor do mundo, o que impossibilita o atingimento de conclusões definitivas a respeito de seu futuro. Dessa forma, a experiência prática e o tempo serão necessários para que se possa afirmar, com certeza, se o futuro das SPACs é ou não promissor.

