

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND

**OS DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS PARA A IMPLEMENTAÇÃO DE *SPECIAL PURPOSE ACQUISITION*
COMPANIES BRASILEIRAS**

VICTOR ARANTES DE MATTOS NETO

RIO DE JANEIRO

2022

VICTOR ARANTES DE MATTOS NETO

**OS DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS PARA A IMPLEMENTAÇÃO DE *SPECIAL PURPOSE ACQUISITION*
*COMPANIES BRASILEIRAS***

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharelem Direito, sob a orientação do Prof. Vinícius Figueiredo Chaves.

RIO DE JANEIRO

2022

CIP - Catalogação na Publicação

A662d Arantes de Mattos Neto, Victor
OS DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS PARA A
IMPLEMENTAÇÃO DE SPECIAL PURPOSE ACQUISITION
COMPANIES BRASILEIRAS / Victor Arantes de Mattos
Neto. -- Rio de Janeiro, 2022.
71 f.

Orientador: Vinícius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. Direito Societário. 2. Mercado de Capitais.
3. Regulatório CVM. I. Figueiredo Chaves, Vinícius,
orient. II. Título.

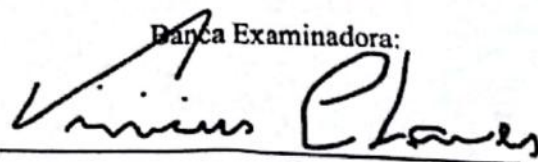
VICTOR ARANTES DE MATTOS NETO

OS DESAFIOS REGULATÓRIOS ENFRENTADOS PELA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS PARA A IMPLEMENTAÇÃO DE *SPECIAL PURPOSE ACQUISITION*
COMPANIES BRASILEIRAS

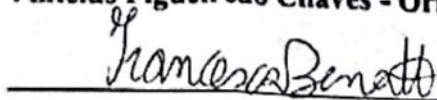
Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Prof. Vinícius Figueiredo Chaves.

Data da Aprovação: 13 / 07 / 2022

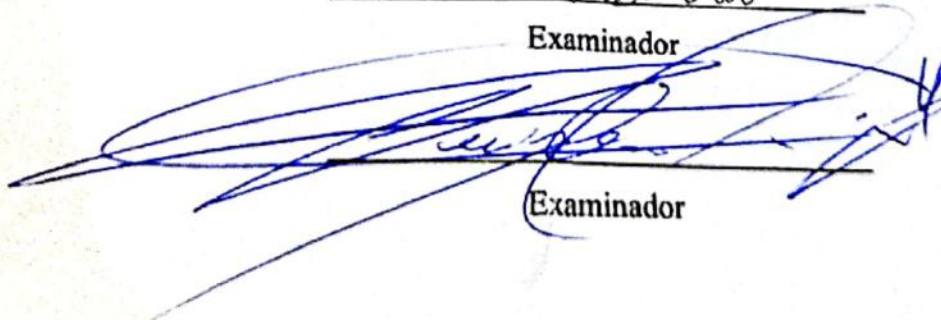
Banca Examinadora:



Prof. Vinícius Figueiredo Chaves - Orientador



Examinador



Examinador

RIO DE JANEIRO

2022

RESUMO

O presente trabalho de conclusão de curso possui como finalidade fomentar a análise dos desafios enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários acerca da regulação das Special Purpose Acquisition Companies. Cumpre ressaltar que serão realizados estudos a respeito dos seguintes aspectos: (i) conceito e estrutura das Special Purpose Acquisition Companies; (ii) trajetória da utilização do mecanismo em países estrangeiros; (iii) atuação das agências nacionais competentes dos Estados Unidos da América e de determinados países europeus; e (iv) atuação da CVM frente à regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro e das companhias SPAC.

Palavras-chave: Mercado de Capitais – Mercado de Valores Mobiliários – Regulação CVM – Regulamentação do Mercado de Capitais – Divulgação de Informações aos Investidores – Proteção aos Investidores – Eficiência – Sociedades Anônimas – Direito Societário – Fiscalização – Comissão de Valores Mobiliários – Investimentos – Special Purpose Acquisition Company – Companhias de Cheque em Branco.

ABSTRACT

The purpose of this course conclusion work is to promote the analysis of the challenges faced by the Comissão de Valores Mobiliários regarding the regulation of Special Purpose Acquisition Companies. It should be noted that studies will be carried out on the following aspects: (i) the concept and structure of the Special Purpose Acquisition Companies; (ii) trajectory of use of the mechanism in foreign countries; (iii) the participation of the competent national agencies of the United States of America and certain European countries; and (iv) CVM's performance in the face of regulation of the Brazilian securities market and SPAC companies.

Keywords: Capital Market – Securities Market – CVM Regulation – Capital Market Regulation – Disclosure of Information to Investors – Investor Protection – Efficiency – Corporations – Corporate Law – Inspection – Securities Commission – Investments – Special Purpose Acquisition Company – Blank Check Companies.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I – CONCEITO E TRAJETÓRIA DAS SPACS	12
1.1 Conceito e etapas.....	12
1.2 Trajetória das SPACS	15
CAPÍTULO II – DIREITO COMPARADO: AS SPACS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E EM DETERMINADOS PAÍSES EUROPEUS	20
2.1 A regulação das SPACS nos Estados Unidos da América.....	20
2.2 A regulação das SPACS em determinados países europeus	36
2.3 As Diretrizes da European Securities and Markets Authority (ESMA)	37
2.4 A Regulação das SPACS no Reino Unido - as Diretrizes da Financial Conduct Authority (FCA).....	40
2.5 A regulação das SPCAS nos Países Baixos, Bélgica e França - as diretrizes da Dutch Authority For The Financial Markets (AFM), da Financial Services And Markets Authority (FSMA) e da Autorité Des Marchés Financiers (AMF)	43
CAPÍTULO III – RUMO À REGULAÇÃO DAS SPACS NO BRASIL	53
3.1 A importância das SPACs e os motivos pelos quais o mecanismo deve ser objeto de regulação pela CVM	53
3.2 A Audiência Pública SDM nº 02/2021 e o guia das SPACs publicado pela B3	59
CAPÍTULO IV – OS PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO DA CVM E OS PRINCIPAIS ASPECTOS QUE DEVEM SER CONSIDERADOS EM UMA PROPOSTA DE DIRETRIZES BÁSICAS PARA O DESENVOLVIMENTO DE UM ARCABOUÇO REGULATÓRIO PRÓPRIO PARA AS SPACS	63
4.1 Os princípios básicos da regulação do mercado de capitais brasileiro	63
4.2 Os principais aspectos que devem ser considerados no estabelecimento de uma proposta de diretrizes básicas de um arcabouço regulatório próprio para as SPACS ...	65
REFERÊNCIAS	68

INTRODUÇÃO

O objeto social se trata de um elemento sensível para a constituição e funcionamento de uma sociedade, sendo seu estabelecimento essencial para a demarcação e delimitação do âmbito em que suas atividades estarão compreendidas. Vale destacar que os sócios ou acionistas, utilizam o objeto social como referência básica ao decidirem ingressar no quadro societário de determinada sociedade (BORBA, 2017).

Nesse sentido, chama atenção quando uma sociedade é constituída com a finalidade única de realizar uma transação de combinação de negócios (e.g. fusão, aquisição ou incorporação) com outras companhias. Adicionalmente, o assunto se torna ainda mais complexo quando essa a referida sociedade propõe uma abertura de capital em bolsa de valores para capitalizar recursos para o procedimento indicado.

Levando em consideração a conceituação narrada acima, vale destacar que uma modalidade de companhia que tem crescido de forma importante no exterior chama atenção justamente por conta de sua finalidade. As Special Purpose Acquisition Companies (“SPACS”) são companhias constituídas com o objetivo de se arrecadar recursos para a realização de um procedimento de combinação de negócios com companhias já existentes.¹

Por conta da referida finalidade, o investimento em companhias desta modalidade é considerado arriscado. Essa situação, culminada com a iminente chegada do mecanismo no mercado de capitais brasileiro, faz com que surja a necessidade de se discutir o desenvolvimento de circunstâncias regulatórias que garantam a celeridade dessas operações, mas que assegurem um tratamento justo e transparente aos investidores.

Dito isso, mostra-se relevante a realização de uma análise a respeito dos principais desafios que surgem para as instituições reguladoras brasileiras, em especial para a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), decorrentes da inevitável utilização do mecanismo SPAC no mercado de capitais nacional. Assim, o presente trabalho irá se debruçar nesta discussão, perpassando por uma série de tópicos relevantes no assunto.

Primeiramente, será realizada uma abordagem acerca da trajetória e dos principais aspectos conceituais das SPACS. Este capítulo terá por objetivo desenvolver uma contextualização bem elaborada a respeito do tema discutido, fazendo com que se tenha uma noção inicial do panorama da problemática enfrentada.

¹ BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. **SPACs: what you need to know**. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de fev. de 2022

No segundo capítulo, será elaborado um levantamento das principais diretrizes regulatórias estabelecidas pelas entidades competentes pela regulação dos mercados de capitais norte-americano e de determinados países europeus, uma vez que a modalidade de companhia em questão alcançou, nos últimos anos, números significativos nessas regiões.

Adicionalmente, sobre como essas discussões estão sendo inseridas dentro do operacional de nossas instituições. Neste ponto, será analisada a importância de se regular o mecanismo, bem como os principais benefícios de sua utilização.

Por fim, será realizado um levantamento dos princípios regulatórios básicos da CVM, das finalidades que a autarquia detém nesse procedimento e, levando em consideração todos os pontos citados no presente trabalho, serão enfatizados os principais aspectos e problemas que devem ser considerados na discussão a respeito do estabelecimento de um arcabouço regulatório próprio para as SPACS no Brasil.

CAPÍTULO I – CONCEITO E TRAJETÓRIA DAS SPACS

1.1 Conceito e etapas

Nos últimos anos, uma peculiar modalidade de companhia apresentou um alto ritmo de crescimento e relevância dentro da dinâmica das operações e das discussões do mercado de capitais norte-americano e europeu, evidenciando, assim, a importância de se abordar o tema frente à perspectiva do mercado brasileiro.²

As *Special Purpose Acquisition Companies* (“SPACS”) são espécies de companhias não-operacionais que, como caracteriza sua nomenclatura, tem por finalidade única arrecadar recursos para a realização de um procedimento de combinação de negócios com companhias já existentes, resultando, assim, em uma única companhia operacional de capital aberto.³

Corroborando a conceituação realizada acima, a *US Securities and Exchange Commission* (“SEC”) publicou, no dia 30 de março de 2022, proposta para regulação de companhias SPACS. Em suas considerações iniciais, indicou, para as SPACS, a seguinte conceituação:

Uma SPAC é normalmente uma *shell company* que é organizada com o objetivo de se fundir ou adquirir uma ou mais empresas operacionais privadas não identificadas (uma “*de-SPAC transaction*”) dentro de um determinado período (geralmente dois anos) e que realiza uma oferta pública inicial subscrita de \$ 5 milhões ou mais em unidades compostas por ações resgatáveis e *warrants* (tradução nossa).⁴

Em virtude de sua peculiaridade, as SPACS possuem nuances específicas em praticamente todas suas etapas. Primeiramente, vale destacar que essas companhias são constituídas como sociedades anônimas (nos Estados Unidos, “*corporations*”) e são caracterizadas como “*shell companies*”, modalidade que, de acordo com o *Securities Act Rule 405* e com o *Exchange Act Rule 12b-2* são definidas da seguinte maneira:

Um emissor que não seja um emissor lastreado em ativos, que tenha: (1) nenhuma operação ou operações nominais; e (2) ou: (i) nenhum ou ativos nominais; (ii) ativos constituídos exclusivamente por caixa e equivalentes de caixa; ou (iii) ativos

² TEIXEIRA JUNIOR, Sergio. **SPACs**: o fenômeno do cheque em branco em Wall Street. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/spacs-o-fenomeno-do-cheque-em-branco-em-wall-street/>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

³ BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. **SPACs**: what you need to know. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de fev. de 2022

⁴ Do original: “A SPAC is typically a shell company that is organized for the purpose of merging with or acquiring one or more unidentified private operating companies (a “*de-SPAC transaction*”) within a certain time frame (often two years) and that conducts a firm commitment underwritten initial public offering of \$5 million or more in units consisting of redeemable shares and warrants”.

consistindo em qualquer quantia de caixa e equivalentes de caixa e outros ativos nominais (tradução nossa).⁵

Isso significa dizer que as SPACS, inicialmente, são companhias formalmente existentes, mas que não possuem, por exemplo, escritórios, empregados ou até mesmo a prática de atividades em geral, detendo apenas ativos constituídos por capital ou equivalentes.

Vale destacar, também, que as SPACS se tornaram publicamente conhecidas como “companhias de cheque em branco” ou “*blank-check companies*”. Entretanto, apesar de terem características consideravelmente similares, essas duas modalidades de companhia não se confundem entre si.

Para termos uma noção bem aprofundada acerca das discussões a respeito da caracterização das SPACS como “*blank check companies*”, faz-se necessária uma conceituação dessa modalidade de companhia.

De acordo com o *17 Code of Federal Regulations 230.419(a)(2)*, as “*blank-check companies*” são definidas da seguinte maneira:

Empresa em estágio de desenvolvimento que não possui plano de negócios ou propósito específico ou que indicou que seu plano de negócios é se envolver em uma fusão ou aquisição com uma empresa ou empresas não identificadas, e que está emitindo “*penny stock*”, conforme definido no *17 CFR 240.3a51 -1* (tradução nossa).⁶

É evidente, porém, que o requisito que diz respeito ao desenvolvimento de planos de negócios específicos e ao engajamento para a realização de uma operação de aquisição ou fusão com companhias não identificadas se faz presente no que diz respeito às SPACS. Todavia, o dispositivo também afirma que as “*blank check companies*”, necessariamente, devem ser emissoras de “*penny stocks*” e, diante disso, não é possível afirmar que todas as SPACS são enquadradas nesta modalidade de companhia.

Cumprе salientar que todos os títulos de *equity* são considerados “*penny stocks*”, exceto nas circunstâncias dispostas na *Rule 3a51-1 under the Exchange Act*, que afirmam que, caso o total do capital social da companhia seja superior a U\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de dólares),

⁵ Do original: “a registrant other than an asset-backed issuer, that has: (1) no or nominal operations; and (2) either: (i) no or nominal assets; (ii) assets consisting solely of cash and cash equivalents; or (iii) assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets”.

⁶ ECFR. **Code of Federal Regulations**. Disponível em: [https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419\(a\)\(2\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419(a)(2)). Acesso em 13 de fev. de 2022. Do original: “development stage company that has no specific business plan or purpose or that has indicated that its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, and that is issuing “penny stock,” as defined in 17 CFR 240.3a51-1”.

ela não será considerada uma emissora de “*penny stocks*” e, conseqüentemente, uma “*blank-check company*”.⁷

Apesar da diferenciação conceitual indicada, o estudo da trajetória das “*blank-check companies*” no mercado de capitais norte-americano será importante para o desenvolvimento do presente trabalho.

Pois bem. Adentrando na análise das etapas para a constituição de uma companhia SPAC, vale destacar que elas, em seu princípio, são constituídas por *sponsors* que atuam como os responsáveis por coordenar a busca por uma oportunidade de combinação de negócios lucrativa para a SPAC, bem como custeiam as despesas iniciais da companhia e a contratação de assessores para a Oferta Pública Inicial e, posteriormente, para a realização da fusão ou aquisição, conforme o caso.⁸

Levando em consideração esse contexto e o fato de que não é possível saber, previamente ao investimento a ser realizado, qual companhia será adquirida ou objeto de uma fusão pela SPAC, o investidor basicamente aporta o seu capital no projeto e na credibilidade do *sponsor* frente às instituições e aos *players* do mercado, o que reflete – ou deveria refletir – em sua potencial capacidade de encontrar oportunidades lucrativas após a capitalização da companhia SPAC.

Em virtude disso, a figura do *sponsor* geralmente compreende algum grupo de investidores ou é representada por profissionais influentes e experientes, compreendendo em muitas ocasiões executivos de sucesso ou, até mesmo, celebridades em geral, como a tenista Serena Williams, o jogador de basquete Stephen Curry e a cantora Ciara.⁹

Outro ponto importante diz respeito à forma como os recursos das SPACS são arrecadados. Esse processo, ocorre, necessariamente, por intermédio da venda das ações, seja diretamente para investidores específicos ou por intermédio da realização de uma Oferta Pública Inicial (“IPO”).¹⁰

⁷ ECFR. **Code of Federal Regulations**. Disponível em: [https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419\(a\)\(2\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419(a)(2)). Acesso em 13 de fev. de 2022

⁸ BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. **SPACs: what you need to know**. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de fev. de 2022

⁹ KUNTARA, Sophia. **Athletes and celebrities join the SPAC Boom, SEC takes notice**. Disponível em: <https://news.crunchbase.com/public/athletes-and-celebrities-join-the-spac-boom-sec-takes-notice/>. Acesso em 07 de fev. de 2022

¹⁰ A oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Os investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante (EIZIRIK, p. 201, 2019)

Ou seja, resumidamente, a SPAC é constituída pelo *sponsor* e, com a oferta primária de ações¹¹, consegue acessar a poupança dos investidores e arrecadar recursos.

Uma vez que os recursos são devidamente arrecadados, a SPAC em questão tem um prazo predeterminado – geralmente de dois anos – para fazer jus à sua finalidade absoluta e adquirir ou se fundir com outras companhias, que, após a conclusão do processo, passarão a ter suas ações listadas na respectiva bolsa de valor onde as ações da SPAC se encontram devidamente listadas.¹²

Vale destacar que o procedimento que compreende a divulgação aos acionistas para aprovação da operação com a companhia alvo (*target*), a efetivação da transação de combinação de negócios e o estabelecimento da governança da empresa combinada é conhecido como “de-SPAC”.

Caso seja concluído o procedimento de fusão ou aquisição, os *sponsors* apresentam o negócio aos acionistas da SPAC, que escolhem se manter no quadro societário da nova companhia ou resgatam suas ações e, conseqüentemente, deixam o negócio.¹³

Cumprе salientar que se uma companhia alvo (*target*) não for encontrada ou caso a operação de aquisição ou fusão não seja concluída dentro do prazo pré-estabelecido (caso este não tenha sido estendido), a sociedade é liquidada e os investidores originais recebem de volta o valor de suas ações.

1.2 Trajetória das SPACS

Conforme já evidenciado no presente trabalho, bem como será desenvolvido de forma mais profunda no tópico abaixo, as SPACS representaram um mecanismo de captação de recursos muito eficiente e utilizado nos últimos anos. Entretanto, é importante frisar que essa modalidade de companhia não surgiu recentemente e, diante disso, já é dotada de uma jornada considerável dentro da dinâmica do mercado de capitais internacional.

Na década de 1980, companhias com características parecidas com as SPACS começaram a aparecer no mercado de capitais norte-americano e se tornaram popularmente conhecidas como “*blank-check companies*”.

¹¹ Nas ofertas primárias, a companhia emite novos valores mobiliários, com o objetivo de proceder à sua colocação perante os investidores, e os recursos obtidos são revertidos para a própria companhia emissora, a fim de financiar seus projetos de desenvolvimento ou suas necessidades de caixa (EIZIRIK, p. 201, 2019)

¹² HOW special purpose acquisition companies (SPACs) work. PWC. Disponível em: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/spac-merger.html>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

¹³ BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. SPACs: what you need to know. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de fev. de 2022

Neste período, ao mesmo tempo em que oferecia condições financeiras favoráveis aos *sponsors*, o mecanismo atuava como aliado de companhias menores que tinham interesse em abrir seu capital, mas que, devido ao fato de não estarem devidamente estruturadas, não conseguiam atrair o interesse dos grandes bancos investidores e, conseqüentemente, realizar sua Oferta Pública Inicial da maneira tradicional.¹⁴

Como boa parte das “novidades” que surgem dentro do mercado de capitais, as “*blank-check companies*” não contavam com uma regulação bem delimitada e, diante disso, acabaram ocasionando prejuízos bilionários para os investidores. Nesse sentido, as companhias de cheque em branco foram proibidas até que surgissem diretrizes regulatórias que pudessem mitigar os possíveis danos oriundos desses investimentos, uma vez que, evidentemente, aportar dinheiro em companhias dessa modalidade representava uma prática de alto risco.¹⁵

Diante das circunstâncias narradas, foram instituídas, no início da década de 1990, determinadas práticas a serem seguidas para a constituição e abertura de capital das “*blank check companies*”. Vale mencionar que as referidas diretrizes serão abordadas mais a fundo no capítulo seguinte do presente trabalho.

Após o estabelecimento dessas regras, começaram a aparecer dentro da dinâmica do mercado de capitais norte-americano, ofertas de companhias SPACS que, conforme citado anteriormente, não são conceitualmente equivalentes às “*blank-check companies*”.

Nesse sentido, apesar de dotadas de características semelhantes, as companhias que utilizavam o mecanismo SPAC não eram atingidas pelas exigências regulatórias citadas nos parágrafos anteriores, evidenciando que as SPACS ganharam notoriedade por representarem alternativas às “*blank-check companies*”.¹⁶

Após alguns períodos de altos e baixos nas décadas seguintes, a utilização do mecanismo SPAC atingiu seu auge nos últimos anos, mais precisamente em 2020 e 2021. Esse “*boom*” recente na utilização das SPACS ocorreu por uma série de motivos.

Primeiramente, destaca-se o incremento da participação de *players* com maior credibilidade frente ao mercado. Atraídos por uma série de oportunidades proporcionadas pelas circunstâncias econômicas e financeiras e, também, pelo desenvolvimento da governança das SPACS, muitas companhias de *private-equity* e *venture capital*, *hedge funds* e executivos experientes passaram a adotar o mecanismo com mais frequência.¹⁷

¹⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **RIN 3235-AM90**. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>. Acesso em 07 de fev. de 2022.

¹⁵ BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. Op. cit.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. Op. cit.

Sob outro viés, a diminuição na movimentação econômica que ocorreu em virtude da pandemia de COVID-19 também contribuiu bastante para o aumento do número de SPACS no mercado de capitais. Neste contexto, as entidades monetárias estatais adotaram práticas de reduções drásticas nas taxas de juros, resultando em uma diminuição da compensação financeira proveniente de investimentos de renda fixa e, conseqüentemente, em um incremento bem considerável do mercado de renda variável. Assim, muitas empresas passaram a enxergar a bolsa de valores como o espaço mais vantajoso para a captação de recursos.¹⁸

Destaca-se, também, que a grande virtude das SPACS sempre foi a possibilidade de abrir o capital por uma “rota” mais curta, barata e menos burocrática que o processo tradicional de uma Oferta Pública Inicial. Diante disso, somando essa situação aos fatos narrados nos parágrafos anteriores, foi constituído um grande “fenômeno” no mundo dos investimentos.

Para termos uma noção da relevância dos números alcançados nos últimos anos, vale destacar que em 2021, 613 SPACS abriram o seu capital nas bolsas norte-americanas, movimentando aproximadamente 162 bilhões de dólares.¹⁹ Em 2020, esse valor também foi bastante considerável: 248 SPACS e 83 bilhões de dólares investidos.²⁰

Com o mencionado crescimento no mercado de capitais norte-americano, era questão de tempo para que as SPACS começassem a figurar com mais frequência nos países europeus. No “velho continente”, o mecanismo já havia sido adotado nos anteriormente, porém, tirando algumas exceções, a utilização se dava por companhias de pequeno porte.²¹

Entretanto, o que foi observado em 2021 foi bem diferente, tendo aumentado consideravelmente a busca de *sponsors* por oportunidades no mercado europeu e, conseqüentemente, o número de operações e o volume de capital envolvido. Adicionalmente, as SPACS estão sendo listadas em relevantes mercados europeus, como os de Frankfurt e Amsterdam.²²

Conforme indicado por Nick Bryans, Adam Eastell e Steven Canner, sócios do prestigiado escritório de advogados Baker McKenzie, as SPACS passaram a observar o cenário

¹⁸SHARE of traditional vs SPAC IPOs in the US 2016-2021. **Statista**. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/1234111/number-traditional-spac-ipo-usa/#:~:text=Only%2038%20percent%20of%20IPOs,to%20further%20increase%20in%202021>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

¹⁹ SPAC IPO Transactions Statistics. **SPAC Insider**. Disponível em: <https://spacinsider.com/stats/>. Acesso em 01 de fev. de 2022. Acesso em 11 de fev. de 2022.

²⁰ Ibid.

²¹ SPACs cross the Atlantic. **Baker McKenzie**. Disponível em: <https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2020/12/spacs-cross-the-atlantic.pdf>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

²² HEREDIA, Tomás de; FERNANDEZ-GALIANO, Javier; GARCIA, Mayrin. **The SPACs boom**. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/xe/en/insights/industry/financial-services/spacs-in-europe.html>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

européu pelos seguintes motivos: (i) grandes e atraentes negócios privados; (ii) competição por ativos; (iii) falta de um mercado SPAC europeu bem consolidado; e (iv) pandemia de COVID-19.²³

Para efeitos de comparação, vale destacar que o volume de capital envolvido em Ofertas Públicas Iniciais de SPACS na Europa passou de, aproximadamente, 500 milhões de dólares em 2020, para 3.9 bilhões de dólares em 2021.²⁴

Diante do crescente sucesso do mecanismo em diferentes partes do mundo, começaram a surgir discussões – do ponto de vista comercial e, também, regulatório – a respeito da viabilidade da constituição de SPACS brasileiras. Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) reconheceu, no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2021 divulgado em 10 de março de 2021, a popularidade das SPACS nos Estados Unidos da América e ressaltou seu especial interesse em receber comentários dos participantes do mercado a respeito de possíveis limitações ao público-alvo dessas ofertas.²⁵

Adicionalmente, em abril de 2022, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) analisou a conjuntura nacional e internacional e, diante disso, publicou considerações acerca da implementação das SPACS no Brasil e ao redor do mundo. O relatório “*SPACS: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança*”, que será analisado de forma mais específica nos capítulos seguintes do presente trabalho, foi elaborado com a seguinte finalidade:

Fornecer informações a respeito da regulamentação internacional; fomentar o debate no mercado local, viabilizando a estruturação de SPACS no Brasil de forma mais eficiente; evitar eventual aumento injustificado de custos de observância; garantir a proteção dos investidores; e assegurar a integridade e hígidez do mercado de valores mobiliários brasileiro.²⁶

No documento referido no parágrafo anterior, a B3 ainda reconheceu a importância das SPACS como “veículos de investimento inovadores, que têm o potencial de captar valores significativos e se tornar uma nova via de acesso ao mercado de capitais para as empresas investidas”.

Destaca-se, também, que os players do mercado também se mostram animados com as perspectivas do mercado de SPACS no Brasil e enfatizam a importância de discutir o tema sob

²³ HEREDIA, Tomás de; FERNANDEZ-GALIANO, Javier; GARCIA, Mayrin. Op. cit.

²⁴ Ibid.

²⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Audiência Pública SDM 02/21**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em 01 de fev. de 2022.

²⁶ B3 lança guia sobre práticas internacionais e aspectos de governança das SPACS. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm. Acesso em 01 de fev. de 2022.

a ótica do ordenamento jurídico brasileiro. A respeito do assunto, o advogado Leonardo Ugatti Peres afirmou o seguinte:

Com os desafios impostos pelos tempos atuais, o mercado brasileiro de renda variável pode precisar de criatividade. Seja pela rápida elevação da taxa básica de juros, seja pelas incertezas que o ano eleitoral vindouro traz, nos parece ser o momento ideal para criação de novas formas de captação de recursos, sempre aliadas à proteção do investidor. Como comprova o sucesso no exterior, os SPACs, ainda que não existentes na nossa legislação ou normas, poderiam ser uma alternativa interessante aos desafios atuais. Esforços nesse sentido já estão sendo feitos, mas o sucesso desses esforços também depende de uma atuação ainda mais enérgica de entidades de mercado e dos órgãos reguladores. Fica aqui, então, o convite para que o tema seja debatido de forma ainda mais ampla, e que novas formas de captação sejam pensadas e estudadas. Considerando o tamanho do Brasil e a qualidade da legislação e normas pátrias, não há dúvidas de que exercícios como este podem nos colocar à frente de muitas outras economias.²⁷

Outro acontecimento relevante que deve ser mencionado diz respeito ao fato de que a Comissão de Valores Mobiliários já aceitou um pedido de registro de companhia aberta de uma SPAC brasileira.

Em 08 de dezembro de 2021, a SPAC “Alvarez & Marsal Investimentos I S.A.” publicou fato relevante informando que, no dia 30 de novembro de 2021, foi deferido, pela CVM, o seu registro de companhia aberta na categoria “A”, nominando a “Alvarez & Marsal Holdings LLC” como *sponsor*. Entretanto, no mesmo documento, foi mencionado o seguinte:

A efetiva realização da Potencial Oferta está sujeita, entre outros fatores, à obtenção das aprovações necessárias, incluindo as aprovações societárias aplicáveis, às condições políticas, macroeconômicas e de mercado favoráveis no Brasil e no exterior e aos procedimentos inerentes à realização de ofertas públicas na forma da regulamentação vigente, dentre outros fatores alheios à vontade da SPAC.²⁸

As movimentações citadas nos parágrafos anteriores evidenciam que as instituições relevantes e, também, os participantes do mercado de capitais brasileiro já se encontram atentas ao forte desempenho das SPACS ao redor do globo.

²⁷ PERES, Leonargo Ugatti. **Conheça os SPACs, a solução para os tempos atuais no Brasil**. Disponível em: <https://exame.com/bussola/conheca-o-spacs-a-solucao-para-os-tempos-atuais-no-brasil/>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

²⁸ FATO relevante. **Alvarez & Marsal**. Disponível em: <https://portal.mzgroup.com/fatosrelevantes/fato-relevante-139/>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

CAPÍTULO II – DIREITO COMPARADO: AS SPACS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA E EM DETERMINADOS PAÍSES EUROPEUS

O Direito Comparado constitui a vertente do direito que estuda as diferenças e semelhanças de ordenamentos jurídicos de países diferentes e que se estabelece, dentro da dinâmica jurídica, como um importante aliado no desenvolvimento de novos contextos e normativas dentro do âmbito nacional. Essa ferramenta é frequentemente utilizada nas mais variadas áreas do Direito e, em virtude disso, pode – e deve – ser aplicada no estabelecimento e atualização do arcabouço regulatório que rege o mercado de capitais.

Conforme citado anteriormente, enquanto as discussões no Brasil ainda estão em estágios iniciais, as SPACS já representam estruturas consolidadas nos Estados Unidos da América e tem apresentado um relevante crescimento em determinados países da Europa.

Dito isso, estudar as experiências internacionais e checar quais práticas foram bem-sucedidas é de vital importância para uma análise bem aprofundada acerca dos desafios enfrentados pela CVM no desenvolvimento das diretrizes regulatórias que serão estabelecidas para a constituição, abertura de capital e funcionamento das SPACS brasileiras que, cedo ou tarde, passarão a integrar o mercado de capitais tupiniquim.

2.1 A regulação das SPACS nos Estados Unidos da América

Assim como no Brasil, os Estados Unidos da América constituíram uma instituição que exerce seu papel para regulamentar a atuação das companhias e investidores norte-americanos que decidem ingressar na dinâmica do mercado de capitais.

De forma semelhante à atuação da CVM no Brasil, a *US Securities and Exchange Commission* (“SEC”) atua de maneira fundamental no que tange à proteção de investidores e a manutenção da ordem, eficiência e justiça do mercado de valores mobiliários norte-americano.

Criada em 1934 como uma das medidas do programa “*New Deal*” do Presidente norte-americano Frankin Roosevelt, a SEC foi instituída como o primeiro órgão regulador de nível federal do mercado de capitais dos Estados Unidos da América e teve por finalidade auxiliar no reestabelecimento da confiança dos investidores após a “Grande Depressão” de 1929.²⁹

Para se ter a dimensão de parte do seu objetivo sob uma perspectiva ampla, a instituição afirma, em seu *website*, que:

²⁹ SEC: Securities and Exchange Commission. **History**. Disponível em: <https://www.history.com/topics/us-government/securities-and-exchange-commission>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

Por mais de 85 anos desde a nossa fundação, no auge da Grande Depressão, permanecemos fiéis à nossa missão de proteger os investidores, manter os mercados justos, ordenados e eficientes e facilitar a formação de capital. Nossa missão requer comprometimento incansável e experiência única de nossa equipe de profissionais dedicados que se preocupam profundamente em proteger os investidores da *Main Street* e outros que confiam em nossos mercados para garantir seus futuros financeiros (tradução nossa).³⁰

Pois bem. Após as considerações realizadas acerca da atuação da SEC no território norte-americano, faz-se necessário um levantamento da cronologia e do panorama atual da regulação das “*blank-check companies*” e, posteriormente, das SPACS nos Estados Unidos da América.

Conforme mencionado no capítulo anterior, as “*blank-check companies*” enfrentaram, no fim da década de 1980, uma série de desafios e prejuízos financeiros oriundos da falta do desenvolvimento de uma regulação bem delimitada. Essa situação resultou no *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*, primeiro marco regulatório desenvolvido nos Estados Unidos da América para as “*blank check companies*”, aprovado em resposta às fraudes e abusos que frequentemente se faziam presentes nessas companhias.³¹

Dentre outras medidas, o ato indicado aditou a primeira – e principal – legislação federal utilizada para regulamentar o mercado de capitais norte-americano, o *Securities Exchange Act of 1934*, para requisitar o desenvolvimento de regras especiais, pela SEC, para os “*registration statements*” realizados por qualquer emissor que é caracterizado como uma “*blank check company*”.

Em resposta à solicitação realizada, a SEC elaborou a *Rule 419 of the Securities and Exchange Act of 1934*, que, por sua vez, estabeleceu requisitos para proteção dos investidores das “*blank check companies*”. Especificamente, vale citar a necessidade da manutenção dos recursos obtidos por intermédio de ofertas de “*blank check companies*” em contas *Escrow* ou em bancos separados, sendo sua utilização permitida apenas após toda a realização dos trâmites necessários para a conclusão do procedimento de fusão ou aquisição, conforme o caso aplicável.

Entretanto, já foi mencionado anteriormente no presente trabalho que existem discussões acerca da caracterização das SPACS como “*blank check companies*” dentro da dinâmica do mercado de capitais norte-americano.

³⁰ US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What we do**. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/what-we-do>. Acesso em 02 de fev. de 2022. Do original: “For more than 85 years since our founding at the height of the Great Depression, we have stayed true to our mission of protecting investors, maintaining fair, orderly, and efficient markets, and facilitating capital formation. Our mission requires tireless commitment and unique expertise from our staff of dedicated professionals who care deeply about protecting Main Street investors and others who rely on our markets to secure their financial futures”

³¹US CONGRESS. **S.647 - Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990**. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647#:~:text=Title%20V%3A%20Penny%20Stock%20Reform,authority%20by%20a%20specified%20deadline>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

Retomando a referida discussão, destaca-se que, de acordo com o *17 Code of Federal Regulations 230.419(a)(2)*, as “*blank check companies*” são definidas da seguinte maneira:

Empresa em estágio de desenvolvimento que não possui plano de negócios ou propósito específico ou que indicou que seu plano de negócios é se envolver em uma fusão ou aquisição com uma empresa ou empresas não identificadas, e que está emitindo “*penny stock*”, conforme definido no 17 CFR 240.3a51 -1 (tradução nossa).³²

Conforme mencionado, o requisito que diz respeito ao desenvolvimento de planos de negócios específicos e ao engajamento para a realização de uma operação de aquisição ou fusão com companhias não identificadas se faz presente na caracterização das companhias SPACS. Por outro lado, o dispositivo também afirma que as “*blank check companies*”, necessariamente, devem ser emissoras de “*penny stocks*” e, em virtude disso, não é possível afirmar que todas as SPACS são enquadradas nesta modalidade de companhia.

Apesar de todos os títulos de *equity* serem considerados “*penny stocks*”, existem algumas exceções dispostas na *Rule 3a51-1 under the Exchange Act*. Este dispositivo afirma que, caso o total do capital social da companhia seja superior a U\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de dólares), ela não será considerada uma emissora de “*penny stocks*” e, conseqüentemente, uma “*blank check company*”.

Diante disso, é comum observar companhias que, para evitar as restrições da *Rule 419*, criam cláusulas em seus contratos operacionais proibindo o resgate de ações que resultem em um decréscimo do capital social para um valor menor que o do referido corte.

Conforme citado anteriormente, as SPACS são caracterizadas como “*shell companies*”, fazendo com que este seja um outro conceito de extrema importância para a presente análise. Revisitando outro conceito já abordado no presente trabalho, vale destacar que, de acordo com a *Rule 405 under the Securities Act* e a *Rule 12b-2 under the Exchange Act*, uma “*shell company*” é definida da seguinte forma:

Um emissor que não seja um emissor lastreado em ativos, que tenha: (1) nenhuma operação ou operações nominais; e (2) ou: (i) nenhum ou ativos nominais; (ii) ativos constituídos exclusivamente por caixa e equivalentes de caixa; ou (iii) ativos consistindo em qualquer quantia de caixa e equivalentes de caixa e outros ativos nominais (tradução nossa).³³

³² ECFR. **Code of Federal Regulations**. Disponível em: [https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419\(a\)\(2\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419(a)(2)). Acesso em 13 de fev. de 2022; Do original: “development stage company that has no specific business plan or purpose or that has indicated that its business plan is to engage in a merger or acquisition with an unidentified company or companies, and that is issuing “penny stock,” as defined in 17 CFR 240.3a51-1”.

³³ Do original: “means a registrant, other than an asset-backed issuer [...] that has: (1) no or nominal operations; and (2) Either: (i) No or nominal assets; (ii) Assets consisting solely of cash and cash equivalents; or (iii) Assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets”.

Dito isso, vale mencionar que, caso as exceções indicadas na *Rule 3a51-1* não sejam aplicáveis à companhia SPAC em discussão, existe o argumento que, mesmo assim, esta não poderia ser enquadrada como uma “*blank check company*”. Isso ocorre, pois, as definições de “*blank check company*” e “*shell company*” são completamente diferentes, fazendo com que ainda que seu capital social seja menor que US\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de dólares) uma SPAC não seja considerada, necessariamente, uma “*blank check company*”.

Apesar da diferença entre os conceitos indicados, a SEC, inicialmente, estabeleceu que a *Rule 419* seria igualmente aplicável às “*blank check companies*” e “*shell companies*”, compreendendo, assim, todas as SPACS constituídas no mercado de capitais norte-americano.

Entretanto, por intermédio de uma nova interpretação, a SEC determinou que uma companhia emissora não poderá ser considerada uma “*blank check company*” caso preencha, devidamente, um formulário (*Form 8-K*) com a finalidade de comprovar que detém ativos superiores a US\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de dólares) no momento da realização do IPO, o que diz respeito à uma das exceções indicadas na *Rule 3a51-1*. Essa situação fez com que o protocolo de um *Form 8-K* se tornasse um requerimento frequentemente utilizado em transações de companhias SPACS.

Logicamente, caso as exceções dispostas na *Rule 3a51-1* não sejam aplicáveis à companhia e esta não enviar o *Form 8-K* devidamente preenchido no requerimento do registro de sua oferta, as diretrizes impostas pela *Rule 419* deverão ser contempladas na documentação e estruturação da operação.

Outro ponto interessante reside no fato que mesmo com o “afastamento” da aplicabilidade da *Rule 419* na abertura de capital de determinadas companhias SPACS, estas, muitas vezes, utilizam algumas de suas disposições para incrementar a confiança dos investidores e, conseqüentemente, o capital levantado na operação.

Para efeitos de exemplificação, pode-se citar que frequentemente as SPACS adotam práticas de *disclosure* mais rigorosas e, também, implementam a já referida manutenção dos recursos oriundos do IPO em contas *escrow*, permitindo sua utilização apenas após a conclusão de um procedimento de fusão ou aquisição. Essa situação evidentemente gera um aumento de confiança por parte do investidor, intensificando, assim, a segurança e a procura para o investimento nesta determinada SPAC.

Os pontos narrados nos parágrafos anteriores nos mostram que as SPACS norte-americanas não enfrentam regulamentações rígidas para sua constituição e abertura de capital nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América. Esse panorama resulta na manutenção

da fluidez e do procedimento menos burocrático do que o IPO tradicional, contudo, a proteção aos investidores e às boas práticas pode ser prejudicada.

Entretanto, com o referido crescimento na utilização do mecanismo nos anos de 2020 e 2021, a SEC, naturalmente, passou a se preocupar de forma mais intensa com a regulação das SPACS.

Nesse sentido, a *Division of Corporation Finance* da SEC publicou, no dia 22 de dezembro de 2020, o “*Special Purpose Acquisition Companies: CF Disclosure Guidance: Topic No. 11*” que teve por finalidade divulgar as visões da *Division of Corporation Finance* da SEC a respeito da divulgação de informações de SPACS, no que tange à Oferta Pública Inicial e às subsequentes transações de combinação de negócios.³⁴

No documento, a *Division of Corporation Finance* da SEC realizou algumas “*Disclosure Considerations*” a respeito da Oferta Pública Inicial das SPACS.

Primeiramente, foi enfatizado que os *sponsors*, administradores e diretores, em sua maioria, não atuam exclusivamente para a identificação de *targets* para a aquisição por parte da SPAC, tendo, também, obrigações fiduciárias ou contratuais com outras entidades.

Essas obrigações podem constituir, eventualmente, conflitos de interesses com outras companhias que podem competir com a SPAC para encontrar boas oportunidades de combinações de negócios. Nesse sentido, a *Division of Corporation Finance* da SEC sugeriu que os seguintes questionamentos devem ser considerados para a elaboração da documentação da Oferta Pública Inicial da SPAC:

- (i) Você descreveu claramente os potenciais conflitos de interesse dos *sponsors*, membros do conselho de administração e diretores? Você descreveu se quaisquer conflitos relacionados a outras atividades comerciais incluem obrigações fiduciárias ou contratuais com outras entidades; como essas atividades podem afetar a capacidade dos *sponsors*, membros do conselho de administração e diretores de avaliar e apresentar uma potencial oportunidade de combinação de negócios para a SPAC e seus acionistas; e como quaisquer potenciais conflitos serão abordados?; (ii) É possível que você busque uma combinação de negócios com uma meta na qual seus *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores ou suas afiliadas tenham interesse? Em caso afirmativo, você divulgou como considerará possíveis conflitos de interesse? (tradução nossa).³⁵

³⁴ US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies**. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

³⁵ Do original: “(i) Have you clearly described the sponsors’, directors’ and officers’ potential conflicts of interest? Have you described whether any conflicts relating to other business activities include fiduciary or contractual obligations to other entities; how these activities may affect the sponsors’, directors’ and officers’ ability to evaluate and present a potential business combination opportunity to the SPAC and its shareholders; and how any potential conflicts will be addressed?; (ii) Is it possible that you will pursue a business combination with a target in which your sponsors, directors, officers or their affiliates have an interest? If so, have you disclosed how you will consider potential conflicts of interest?”. US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special**

Em seguida, levando em consideração que caso a SPAC não conclua sua transação de fusão ou aquisição dentro do prazo estipulado inicialmente seus recursos serão liquidados e distribuídos para os acionistas, a *Division of Corporation Finance* da SEC também levantou preocupações que, caso o prazo para conclusão da transação de combinação de negócios esteja próximo do fim, a companhia target teria um considerável ganho de influência e relevância dentro da mesa de negociação. Dito isso, foi sugerido que os seguintes questionamentos devem ser considerados na elaboração dos documentos da Oferta Pública Inicial da SPAC:

(i) Você descreveu claramente os incentivos financeiros dos *sponsors*, membros do conselho de administração e diretores da SPAC para concluir uma transação de combinação de negócios? Você divulgou como esses incentivos podem diferir dos interesses dos acionistas públicos? Você quantificou, na medida do possível, as informações sobre as perdas que os *sponsors*, membros do conselho de administração e diretores podem incorrer se a SPAC não concluir uma transação de combinação de negócios?; (ii) Você divulgou o grau de controle que os *sponsors*, membros do conselho de administração e diretores da SPAC e suas afiliadas terão sobre a aprovação de uma transação de combinação de negócios?; (iii) Você divulgou se a SPAC pode alterar disposições em seus instrumentos reguladores para facilitar a conclusão de uma transação de combinação de negócios? Você descreveu como a SPAC pode alterar tais disposições, se é necessária a aprovação dos acionistas e, em caso afirmativo, o padrão de votação necessário para aprovação e se os patrocinadores têm poder de voto suficiente para aprová-lo?; (iv) Você divulgou se, e em caso afirmativo, como, a SPAC pode estender o tempo que tem para concluir uma transação de combinação de negócios? Se a SPAC pode estender o prazo, você divulgou se os acionistas podem resgatar suas ações em relação a qualquer proposta de prorrogação?; (v) Se os *sponsors*, membros do conselho de administração e diretores ou suas afiliadas tiveram experiências anteriores com SPACS, você forneceu uma divulgação equilibrada sobre a experiência anterior e o resultado das transações e liquidações de combinação de negócios apresentadas e concluídas? (tradução nossa).³⁶

A *Division of Corporation Finance* da SEC também demonstrou preocupação com o fato de que o Coordenador da Oferta Pública Inicial da SPAC pode adiar sua compensação até o *closing* da transação de combinação de negócios. Com isso, foi sugerido que os seguintes

purpose acquisition companies. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

³⁶ Do original: “(i) Have you clearly described the financial incentives of SPAC sponsors, directors and officers to complete a business combination transaction? Have you disclosed how these incentives may differ from the interests of public shareholders? Have you quantified, to the extent practicable, information about the losses the sponsors, directors and officers could incur if the SPAC does not complete a business combination transaction?; (ii) Have you disclosed the amount of control that SPAC sponsors, directors and officers and their affiliates will have over approval of a business combination transaction?; (iii) Have you disclosed whether the SPAC may amend provisions in its governing instruments to facilitate the completion of a business combination transaction? Have you described how the SPAC may amend such provisions, whether shareholder approval is required, and, if so, the requisite voting standard for approval and whether the sponsors have sufficient voting power to approve it?; (iv) Have you disclosed whether, and if so how, the SPAC may extend the time it has to complete a business combination transaction? If the SPAC may extend the time period, have you disclosed whether shareholders may redeem their shares in connection with any proposal to extend it?; (v) If the sponsors, directors, officers or their affiliates have prior SPAC experience, have you provided balanced disclosure about the prior experience and the outcome of presented and completed business combination transactions and liquidations? US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies.** Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

questionamentos devem ser considerados na elaboração da documentação da Oferta Pública Inicial:

Se o coordenador de seu IPO puder fornecer serviços adicionais, como identificar potenciais alvos, fornecer serviços de consultoria financeira, atuar como agente de colocação em uma oferta privada ou subscrever ou providenciar financiamento de dívida, você descreveu esses serviços em potencial e divulgou as taxas que pode pagar por esses serviços e se você pode pagar essas taxas além de dinheiro? Você condicionará o pagamento desses serviços adicionais à conclusão de uma transação de combinação de negócios? Você divulgou algum conflito de interesse que o coordenador possa ter na prestação de tais serviços, dada qualquer compensação de subscrição de IPO diferida? (tradução nossa).³⁷

Os investimentos realizados pelos *Sponsors*, administradores e diretores das SPACS geralmente diferem dos realizados pelos demais acionistas. Nesse sentido, a Division of Corporation Finance da SEC indicou preocupação com uma certa divergência entre os incentivos financeiros dos acionistas e dos *Sponsors*, administradores e diretores das SPACS, sendo possível o estabelecimento de conflitos de interesses. Assim, foi enfatizada a importância de abordar os seguintes questionamentos na documentação da Oferta Pública Inicial:

(i) Você divulgou claramente os valores mobiliários de propriedade dos *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas, incluindo o preço pago pelos valores mobiliários? Você incluiu uma discussão sobre qualquer oferta simultânea de valores mobiliários aos *sponsors* e suas afiliadas, o valor desses valores mobiliários e o preço a ser pago? Como o preço dos títulos anteriormente vendidos e atualmente oferecidos aos *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas se compara ao preço da oferta pública no IPO?; (ii) Você descreve claramente os conflitos de interesse que resultam da propriedade de valores mobiliários de *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores ou suas afiliadas, acordos de compensação ou relacionamentos com entidades afiliadas que podem criar incentivos financeiros para concluir uma transação de combinação de negócios, mesmo que o transação pode não ser do melhor interesse de outros acionistas? Por exemplo, você divulga claramente que se a SPAC não concluir uma transação de combinação de negócios, alguns ou todos os títulos de *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas não terão valor e os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas podem incorrer em uma perda substancial em seu investimento?; (iii) Você divulgou se e como pode remunerar seus *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas pelos serviços prestados à SPAC? Algum pagamento dependerá da conclusão da transação de combinação de negócios? Você quantificou quantidades conhecidas? (tradução nossa).³⁸

³⁷ Do original: “If the underwriter of your IPO may provide additional services such as identifying potential targets, providing financial advisory services, acting as a placement agent in a private offering or underwriting or arranging debt financing, have you described those potential services and disclosed the fees you may pay for those services and whether you may pay those fees in other than cash? Will you condition payment for these additional services on the completion of a business combination transaction? Have you disclosed any conflict of interest the underwriter may have in providing such services given any deferred IPO underwriting compensation?”Ibid.

³⁸ Do original: “(i) Have you clearly disclosed the securities owned by sponsors, directors, officers and their affiliates including the price paid for the securities? Have you included a discussion of any concurrent offering of securities to the sponsors and their affiliates, the amount of those securities and the price to be paid? How does the price of securities previously sold and currently offered to sponsors, directors, officers and their affiliates compare to the public offering price in the IPO?; (ii) Do you clearly describe the conflicts of interest that result from sponsors’, directors’, officers’ or their affiliates’ securities ownership, compensation arrangements or relationships with affiliated entities that may create financial incentives to complete a business combination

Para encerrar as “*Disclosure Considerations*” realizadas para as Ofertas Públicas Iniciais das SPACS, a *Division of Corporation Finance* da SEC indicou que as SPACS podem emitir suas ações para os Sponsors em termos diversos das emitidas para o público geral e, normalmente, esse procedimento impacta diretamente na atribuição do poder de controle da companhia. Além disso, também foi destacado que uma SPAC pode aumentar seu capital social vendendo ações em ofertas privadas, resultando em termos diferenciados frente às ações vendidas na Oferta Pública Inicial. Em virtude dos pontos citados, foi sugerido que os seguintes questionamentos sejam considerados na elaboração dos documentos da Oferta Pública Inicial:

(i) Você divulgou claramente os termos dos valores mobiliários detidos por *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas e discutiu como os direitos dessas classes de valores mobiliários se comparam e diferem dos direitos e termos dos valores mobiliários oferecidos no IPO, bem como os riscos para os acionistas públicos? Se os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas detiverem dívida conversível, você divulgou os termos materiais para conversão, como quando a dívida é conversível, o número máximo de títulos que eles podem adquirir por meio da conversão e quaisquer contingências na conversão?; (ii) Você informou se planeja buscar ou obteve financiamento adicional e como os termos dos títulos emitidos ou a serem emitidos em ofertas privadas se comparam aos termos dos títulos oferecidos no IPO? Você divulgou se os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores ou suas afiliadas podem participar ou ter interesse em relação a tal financiamento?; (iii) Se a SPAC entrar em um contrato de compra a prazo permitindo que o comprador invista ao SPAC no momento de uma transação de combinação de negócios, você descreveu claramente os termos do contrato e qualquer possível impacto diluidor em outros acionistas? Está claro se o compromisso do comprador a termo de comprar os títulos é irrevogável? (tradução nossa).³⁹

transaction even if the transaction may not be in the best interest of other shareholders? For example, do you clearly disclose that if the SPAC fails to complete a business combination transaction, some or all of the sponsors’, directors’, officers’ and their affiliates’ securities would have no value and the sponsors, directors, officers and their affiliates may incur a substantial loss on their investment?; (iii) Have you disclosed whether and how you may compensate your sponsors, directors, officers and their affiliates for services to the SPAC? Will any payments be contingent on the completion of the business combination transaction? Have you quantified known amounts” US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies**. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

³⁹ Do original: “(i) Have you clearly disclosed the terms of securities held by sponsors, directors, officers, and their affiliates and discussed how the rights of those classes of securities compare to and differ from the rights and terms of securities offered in the IPO, as well as the resulting risks to public shareholders? If the sponsors, directors, officers, and their affiliates hold convertible debt, have you disclosed the material terms for conversion, such as when the debt is convertible, the maximum number of securities they may acquire through conversion and any contingencies on conversion?; (ii) Have you disclosed whether you plan to seek, or have obtained, additional funding and how the terms of securities issued or to be issued in private offerings compare to the terms of securities offered in the IPO? Have you disclosed whether the sponsors, directors, officers or their affiliates may participate in or have an interest with respect to such financing?; (iii) If the SPAC enters into a forward purchase agreement allowing the purchaser to invest in the SPAC at the time of a business combination transaction, have you clearly described the terms of the agreement and any potential dilutive impact on other shareholders? Is it clear whether the forward purchaser’s commitment to purchase the securities is irrevocable?” US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies**. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

Adicionalmente, o “*Special Purpose Acquisition Companies: CF Disclosure Guidance: Topic No. 11*” também trouxe “Disclosure Considerations” para as transações de combinação de negócios que serão realizadas pelas SPACS após a capitalização via Oferta Pública Inicial.

Neste tópico, a *Division of Corporation Finance* da SEC levantou, inicialmente, preocupações a respeito de uma eventual necessidade de financiamento adicional por conta da transação de combinação de negócios. Com isso, foi sugerido que os seguintes questionamentos devem ser considerados na elaboração dos documentos da Oferta Pública Inicial:

(i) Você divulgou claramente qualquer financiamento adicional necessário para concluir a transação de combinação de negócios e como os termos de tal financiamento podem afetar os acionistas públicos? Se os termos do financiamento adicional envolverem a emissão de títulos, você descreveu como o preço e os termos desses títulos se comparam e diferem do preço e dos termos dos títulos vendidos no IPO? Os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores ou afiliados estão participando de financiamento adicional?; (ii) Se você emitirá títulos conversíveis, você descreve os termos relevantes para conversão e qualquer impacto relevante sobre a propriedade beneficiária da empresa combinada? (tradução nossa).⁴⁰

O segundo ponto levantado em relação às combinações de negócios diz respeito ao fato de que os *sponsors*, administradores e diretores da SPAC avaliaram uma série de potenciais aquisições antes de apresentarem uma proposta para os acionistas, tendo, possivelmente, interesses e incentivos que podem entrar em conflito com as pretensões dos acionistas. Para dar o devido *disclosure* da situação, a *Division of Corporation Finance* da SEC sugeriu a inclusão das respostas dos questionamentos indicados a seguir na documentação da Oferta Pública Inicial:

(i) Você forneceu informações detalhadas sobre como avaliou e decidiu propor a transação identificada? Você explicou como e por que você selecionou a empresa-alvo? Quem iniciou o contato? Por que você selecionou esse alvo em detrimento de outros candidatos alternativos? Você explicou os termos materiais da transação? Como você determinou a natureza e o valor da contraprestação que a SPAC pagará para adquirir a empresa operacional privada? Você descreveu claramente as negociações quanto à natureza e valor da contraprestação?; (ii) Que fatores relevantes o conselho de administração considerou em sua determinação de aprovar a transação identificada? Como o conselho de administração avaliou os interesses dos *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e afiliadas?; (iii) Você descreveu claramente quaisquer conflitos de interesse dos *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e suas afiliadas ao apresentar esta oportunidade à SPAC e como a SPAC tratou desses conflitos de interesse? Se a SPAC tinha uma política para lidar com conflitos de interesse e renunciou a quaisquer disposições dessa política, você divulgou a renúncia e os motivos para isso? Você descreveu qualquer

⁴⁰ Do original: “(i) Do you disclose clearly any additional financing necessary to complete the business combination transaction and how the terms of such financing may impact public shareholders? If the terms of additional financing involve the issuance of securities, have you described how the price and terms of those securities compare to and differ from the price and terms of the securities sold in the IPO? Are sponsors, directors, officers, or affiliates participating in additional financing?; (ii) If you will issue convertible securities, do you describe the material terms for conversion and any material impact on the beneficial ownership of the combined company?” Ibid.

participação que os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores ou suas afiliadas tenham na empresa operacional alvo, incluindo, se relevante, o valor aproximado em dólares da participação, quando a participação foi adquirida e o preço pago?; (iv) Você forneceu informações detalhadas sobre como os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores ou suas afiliadas se beneficiarão desta transação? Você quantificou quaisquer pagamentos materiais que eles receberão como compensação, o retorno que eles receberão em seu investimento inicial e qualquer relacionamento contínuo que eles terão com a empresa combinada?; (v) Você divulgou a participação percentual total que os *sponsors*, membros do conselho de administração, diretores e afiliadas da SPAC podem deter na empresa combinada, inclusive por meio do exercício de bônus de subscrição e conversão de dívida conversível? (tradução nossa).⁴¹

Para finalizar as “*Disclosure Considerations*”, foi destacado que o Coordenador da Oferta Pública Inicial pode ter prestado serviços além daqueles associados à Oferta Pública Inicial e, também, adiado uma parte do recebimento de sua remuneração para um momento posterior à conclusão da combinação de negócios pela SPAC. Assim sendo, foi sugerido que os seguintes questionamentos devem ser respondidos na documentação da Oferta Pública Inicial:

(i) Você divulgou as taxas que o coordenador de seu IPO receberá após a conclusão da transação de combinação de negócios, incluindo o valor das taxas que depende da conclusão de uma transação de combinação de negócios?; (ii) Você descreveu claramente quaisquer serviços adicionais que o coordenador forneceu, o custo desses serviços e como você compensou o coordenador e/ou suas afiliadas por esses serviços? Esses serviços foram condicionados à conclusão da operação de combinação de negócios? Você divulgou algum conflito de interesse que o coordenador possa ter na prestação de tais serviços, dada qualquer compensação de subscrição de IPO diferida? (tradução nossa).⁴²

⁴¹ Do original: “(i) Have you provided detailed information about how you evaluated and decided to propose the identified transaction? Have you explained how and why you selected the target company? Who initiated contact? Why did you select this target over other alternative candidates? Have you explained the material terms of the transaction? How did you determine the nature and amount of consideration the SPAC will pay to acquire the private operating company? Have you clearly described the negotiations regarding the nature and amount of consideration?; (ii) What material factors did the board of directors consider in its determination to approve the identified transaction? How did the board of directors evaluate the interests of sponsors, directors, officers and affiliates?; (iii) Have you clearly described any conflicts of interest of the sponsors, directors, officers and their affiliates in presenting this opportunity to the SPAC and how the SPAC addressed these conflicts of interest? If the SPAC had a policy to address conflicts of interest and waived any provisions of that policy, have you disclosed the waiver and the reasons therefor? Have you described any interest the sponsors, directors, officers or their affiliates have in the target operating company, including, if material, the approximate dollar value of the interest, when the interest was acquired and the price paid?; (iv) Have you provided detailed information on how the sponsors, directors, officers or their affiliates will benefit from this transaction? Have you quantified any material payments that they will receive as compensation, the return they will receive on their initial investment and any continuing relationship they will have with the combined company?; (v) Have you disclosed the total percentage ownership interest the SPAC sponsors, directors, officers and affiliates may hold in the combined company, including through the exercise of warrants and conversion of convertible debt?” US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies**. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

⁴² Do original: (i) Have you disclosed the fees that the underwriter of your IPO will receive upon completion of the business combination transaction, including the amount of fees that is contingent upon completion of a business combination transaction?; (ii) Have you clearly described any additional services the underwriter provided, the cost of those services and how you compensated the underwriter and/or its affiliates for those services? Were those services conditioned on the completion of the business combination transaction? Have you disclosed any conflict of interest the underwriter may have had in providing such services given any deferred IPO underwriting compensation? US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies**.

Entretanto, vale destacar que, no “*Special Purpose Acquisition Companies: CF Disclosure Guidance: Topic No. 11*” a SEC também mencionou que as orientações indicadas no documento representam a visão de sua *Division of Corporation Finance* e que, diante disso, não representam uma regra, regulação ou manifestação da SEC. Além disso, eles também informam que o “*Guidance*” não é dotado de força ou eficácia legal, não altera ou adita a legislação aplicável e, também, não cria obrigações adicionais para nenhuma pessoa.

No dia 25 de maio de 2021, ocorreu outra iniciativa da SEC para intensificar a educação dos investidores a respeito das características e possíveis riscos das SPACS. O *Office of Investor Education and Advocacy* (OIEA) da SEC divulgou o “*What You Need to Know About SPACS – Updated Investor Bulletin*”, com a finalidade de promover um panorama geral para os investidores sobre conceitos que devem ser considerados quando existe a possibilidade da realização de investimentos em SPACS.⁴³

Seguindo lógica parecida do “*Special Purpose Acquisition Companies: CF Disclosure Guidance: Topic No. 11*”, o *Office of Investor Education and Advocacy* da SEC realizou uma introdução a respeito do mecanismo SPAC e, em seguida, dividiu suas orientações em duas frentes: “*What do I need to know before the initial business combination?*” e “*What do I need to know at the time of the initial business combination?*”. Essa situação evidentemente facilita a pesquisa das informações relevantes para o interessado em investir em uma companhia SPAC.

No primeiro questionamento abordado, foram considerados e explicados os seguintes pontos:

- (i) Prospecto e relatórios. Esteja você investindo em uma SPAC participando de seu IPO ou comprando seus títulos no mercado aberto após um IPO, você deve ler atentamente o prospecto de IPO da SPAC, bem como seus relatórios periódicos e atuais arquivados na SEC de acordo com seus relatórios contínuos obrigações; (ii) Conta fiduciária. Normalmente, os recursos do IPO da SPAC, menos os recursos usados para certas taxas e despesas, são mantidos em uma conta fiduciária; (iii) Preço de negociação. No IPO, as SPACs normalmente têm um preço nominal de US\$ 10 por unidade. Ao contrário de um IPO tradicional de uma empresa operacional, o preço do IPO da SPAC não é baseado na avaliação de um negócio existente; (iv) Prazo para consumação da combinação de negócios inicial. Uma SPAC normalmente prevê um período de dois anos para identificar e concluir uma transação inicial de combinação de negócios. No entanto, algumas SPACs optaram por períodos mais curtos, como 18 meses. Os instrumentos que regem a SPAC podem permitir a prorrogação desse prazo; e (v) Bônus. Um IPO SPAC é frequentemente estruturado para oferecer aos investidores uma unidade de títulos que consiste em (1) ações ordinárias e (2) *warrants*. Um *warrant* é um contrato que dá ao titular o direito de comprar da empresa um certo número de ações ordinárias adicionais no futuro a um determinado preço,

Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

⁴³ US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin**. Disponível em: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

geralmente um prêmio em relação ao preço atual da ação no momento em que o *warrant* é emitido. (tradução nossa).⁴⁴

No que diz respeito ao segundo questionamento, o *Office of Investor Education and Advocacy* da SEC realizou as seguintes considerações:

“(i) Resgate de ações e voto. Uma vez que a SPAC tenha identificado uma oportunidade inicial de combinação de negócios, os acionistas do SPAC terão a oportunidade de resgatar suas ações e, em muitos casos, votar na transação inicial de combinação de negócios; (ii) Esta é uma consideração importante do investidor, pois a SPAC muda de essencialmente uma conta fiduciária para uma empresa operacional. Como investidor, dependendo de como você vê a potencial combinação de negócios inicial e sua avaliação, você pode decidir se quer resgatar suas ações por uma parte pro rata do valor agregado então depositado na conta fiduciária ou permanecer como investidor na empresa combinada daqui para frente; (iii) Procuração, informação ou declaração de oferta pública. Se a SPAC buscar a aprovação dos acionistas da combinação de negócios inicial, ele fornecerá aos acionistas uma declaração de procuração antes do voto dos acionistas; e (iv) Os interesses do patrocinador. Os patrocinadores da SPAC geralmente compram ações na SPAC em condições mais favoráveis do que os investidores no IPO ou investidores subsequentes no mercado aberto. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que, embora a maior parte do capital da SPAC tenha sido fornecida por investidores do IPO, os patrocinadores e potencialmente outros investidores iniciais se beneficiarão mais do que os investidores com a conclusão de uma combinação de negócios inicial da SPAC e podem ter um incentivo para concluir uma transação em termos que podem ser menos favoráveis a você (tradução nossa).⁴⁵

⁴⁴ Do original: “(i) Prospectus and reports. Whether you are investing in a SPAC by participating in its IPO or by purchasing its securities on the open market following an IPO, you should carefully read the SPAC’s IPO prospectus as well as its periodic and current reports filed with the SEC pursuant to its ongoing reporting obligations; (ii) Trust account. Typically, SPAC IPO proceeds, less proceeds used for certain fees and expenses, are held in a trust account; (iii) Trading price. In the IPO, SPACs are typically priced at a nominal \$10 per unit. Unlike a traditional IPO of an operating company, the SPAC IPO price is not based on a valuation of an existing business; (iv) Period to consummate the initial business combination. A SPAC will typically provide for a two-year period to identify and complete an initial business combination transaction. However, some SPACs have opted for shorter periods, such as 18 months. The SPAC’s governing instruments may permit it to extend that time period; and (v) Warrants. A SPAC IPO is often structured to offer investors a unit of securities consisting of (1) shares of common stock and (2) warrants. A warrant is a contract that gives the holder the right to purchase from the company a certain number of additional shares of common stock in the future at a certain price, often a premium to the current stock price at the time the warrant is issued” US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin**. Disponível em: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁴⁵ Do original: “(i) Share redemption and vote. Once the SPAC has identified an initial business combination opportunity, the shareholders of the SPAC will have the opportunity to redeem their shares and, in many cases, vote on the initial business combination transaction; (ii) This is an important investor consideration as the SPAC changes from essentially a trust account into an operating company. As an investor, depending on how you view the prospective initial business combination and its valuation, you can decide whether to redeem your shares for a pro rata share of the aggregate amount then on deposit in the trust account or remain an investor in the combined company going forward; (iii) Proxy, information or tender offer statement. If the SPAC seeks shareholder approval of the initial business combination, it will provide shareholders with a proxy statement in advance of the shareholder vote; and (iv) The interests of the sponsor. SPAC sponsors generally purchase equity in the SPAC at more favorable terms than investors in the IPO or subsequent investors on the open market. As a result, investors should be aware that although most of the SPAC’s capital has been provided by IPO investors, the sponsors and potentially other initial investors will benefit more than investors from the SPAC’s completion of an initial business combination and may have an incentive to complete a transaction on terms that may be less favorable to you” US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin**. Disponível em: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>. Acesso em 01 de fev. de 2022

Com o abordado nos parágrafos anteriores, é evidente o engajamento da SEC em educar seus investidores e participantes da dinâmica do mercado de capitais, bem como em iniciar o incremento de uma cultura de divulgação de informações no que tange à constituição, abertura de capital e ao operacional de uma SPAC.

Todavia, as SPACS constituem um mecanismo de extrema relevância nos tempos atuais, sendo vital para a captação de recursos no mercado de capitais norte-americano. Além disso, vale destacar que, por inúmeros motivos, esses investimentos devem ser considerados arriscados e, assim, necessitam de uma regulamentação bem incrementada e atualizada para o tema.

Dito isso, para que a proteção dos investidores atinja patamares superiores e que as SPACS mantenham sua característica célere, é de vital importância que o estabelecimento de um arcabouço regulatório específico para esta modalidade de Companhia seja discutido e elaborado.

No dia 30 de março de 2022, a SEC propôs o estabelecimento de novas regras e alterações para incrementar o *disclosure* de informações e a proteção dos investidores nas Ofertas Públicas Iniciais de SPACS e nas operações de combinações de negócios envolvendo *shell companies*, como as SPACS, e companhias operacionais privadas. Nesse sentido, será realizado um panorama geral das principais sugestões de alterações compreendidas na proposta.⁴⁶

O estabelecimento desta proposta para a instituição de uma regulação mais aprofundada para as SPACS representa um movimento natural da SEC frente à alta demanda de utilização deste mecanismo nos últimos anos, o que evidentemente resulta em preocupações com a proteção aos investidores, como, também, da integridade das transações realizadas no mercado de capitais norte-americano.

Na proposta, a SEC indica que, após considerarem outras perspectivas no mercado de SPACS, seus profissionais estão convictos de que o aumento da transparência e o estabelecimento de proteções mais robustas aos investidores, pode auxiliá-los na avaliação e na tomada de decisão de um investimento.

Além disso, também é afirmado que as regras e alterações propostas tem o objetivo de melhorar a clareza e a utilidade das informações prestadas aos investidores, para que, uma vez informados de forma mais precisa, eles possam tomar as melhores decisões sobre a compra de ações em Ofertas Públicas Iniciais de SPACS, ou até mesmo sobre o resgate de sua participação frente à uma transação de combinação de negócios.

⁴⁶ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **RIN 3235-AM90**. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>. Acesso em 07 de fev. de 2022.

Vale destacar que a SEC, especificamente, está propondo a criação de uma “*Subpart 1600*” no *Regulation S-K*, que definiria requisitos específicos de *disclosure* na documentação das Ofertas Públicas Iniciais das SPACS. Para efeitos de exemplificação, caso tenha sua criação aprovada, a “*Subpart 1600*” realizaria, dentre outras, as seguintes exigências:

(i) Exigir divulgações adicionais sobre o *sponsor* da SPAC, potenciais conflitos de interesse e diluição; (ii) Exigir divulgações adicionais sobre as de-SPAC *transactions*, incluindo a exigência de que a SPAC declare (1) se acredita razoavelmente que a de-SPAC *transaction* e qualquer transação de financiamento relacionada são justas ou injustas para os investidores e (2) se recebeu qualquer relatório, opinião ou avaliação externa relacionada à justiça da transação; e (iii) Exigir certas divulgações na capa do prospecto e no resumo do prospecto das declarações de registro arquivadas em relação às ofertas públicas iniciais da SPAC e de-SPAC *transactions* (tradução nossa).⁴⁷

Nesse sentido, resumindo as considerações realizadas no parágrafo acima, a proposição das novas regras e alterações exigiriam, dentre outras práticas, o *disclosure* de informações adicionais a respeito dos *sponsors* das SPACS, bem como de eventuais conflitos de interesses e das fontes de diluição dos acionistas da companhia. Além disso, também é requerida a prestação de informações a respeito das transações de combinações de negócios e a indicação, na capa e no sumário do prospecto, dos documentos de registro arquivados.

Adicionalmente, a SEC enfatizou que, tendo em vista o crescente número de companhias operacionais privadas que utilizam as combinações de negócios com as SPACS para abrirem seu capital, foram propostas as seguintes alterações:

(i) Alterar os formulários de declaração de registro e cronogramas arquivados em conexão com de-SPAC *transactions* para exigir divulgações adicionais sobre a empresa operadora privada; (ii) Exigir que os documentos de divulgação em de-SPAC *transactions* sejam divulgados aos investidores pelo menos 20 dias corridos antes de uma assembleia de acionistas ou a primeira data de ação por consentimento, ou o período máximo para divulgação de tais documentos de divulgação permitido pelas leis de jurisdição de incorporação ou organização se tal período for inferior a 20 dias corridos; (iii) Considerar uma empresa operacional privada em uma de-SPAC *transaction* como co-registradora de uma declaração de registro no Form S-4 ou Form F-4 quando uma SPAC arquivar tal declaração de registro para uma de-SPAC *transaction*, tal que a empresa operadora privada e seus signatários estariam sujeitos à responsabilidade sob a Seção 11 do *Securities Act* como signatários da declaração de registro; (iv) Alterar a definição de empresa informante menor para exigir uma re-determinação do status de empresa informante menor após a consumação de uma de-SPAC *transaction*; e (v) Definir “*blank check company*” para abranger SPACs e algumas outras empresas de cheques em branco para fins da Lei de Reforma de Litígios de Títulos Privados de 1995 (PSLRA), de modo que o porto seguro para

⁴⁷ Do original: “(i) Require additional disclosures about the sponsor of the SPAC, potential conflicts of interest, and dilution; (ii) Require additional disclosures on de-SPAC transactions, including a requirement that the SPAC state (1) whether it reasonably believes that the de-SPAC transaction and any related financing transaction are fair or unfair to investors, and (2) whether it has received any outside report, opinion, or appraisal relating to the fairness of the transaction; and (iii) Require certain disclosures on the prospectus cover page and in the prospectus summary of registration statements filed in connection with SPAC initial public offerings and de-SPAC transactions” SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **RIN 3235-AM90**. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>. Acesso em 07 de fev. de 2022.

declarações prospectivas sob o PSLRA não estaria disponível às SPACs, inclusive no que diz respeito às projeções de empresas-alvo que buscam acessar os mercados públicos por meio de uma de-SPAC *transaction* (tradução nossa).⁴⁸

Outro ponto compreendido pela proposta diz respeito à atuação dos coordenadores na Oferta Pública Inicial da SPAC e, também, na transação de combinação de negócios. Vale destacar que a atuação do coordenador do IPO como uma espécie de “assessor” da SPAC na busca por uma transação de combinação de negócios.

Nesse sentido, a SEC propôs uma nova regra (*Securities Act Rule 140a*), que, caso aprovada, considerará, como coordenador da transação de combinação de negócios, qualquer pessoa que tenha atuado como um dos coordenadores da Oferta Pública Inicial da SPAC.

Segundo a SEC, esta medida teria relevância pois, ao afirmar o status dos coordenadores da Oferta Pública Inicial como coordenadores, também, da transação de combinação de negócios, a regra motivaria estes participantes a exercerem o cuidado necessário para garantir a precisão das informações divulgadas no escopo das operações de fusão ou aquisição posteriores à capitalização das SPACS no mercado, uma vez que, com a formalização desta caracterização, eles estariam sujeitos à responsabilizações específicas.

Cumprido ressaltar, também, que, conforme já mencionado no presente trabalho, determinadas companhias operacionais privadas tendem, historicamente, a utilizar o mecanismo SPAC para conseguir abrir seu capital sem enfrentar o lento e burocrático sistema tradicional de uma Oferta Pública Inicial, fazendo com que o *disclosure* das informações necessárias seja incompleto ou impreciso.

Diante deste panorama, a proposta de regulação enviada pela SEC compreende, também, esforços para tornar a divulgação de informações, nestas circunstâncias, mais aprofundada e precisa, por intermédio do estabelecimento da *Rule 145a*. Além disso, buscando alinhar a divulgação das informações financeiras das transações de combinações de negócios envolvendo *shell companies* e companhias operacionais privadas, foi sugerido, também, um aditamento à *Regulation S-X*. Esta sugestão, por sua vez, é consistente com a busca por um *disclosure* equiparado frente à situação narrada.

Seguindo adiante, a SEC também propôs alterações para resultar em um aumento da confiabilidade das projeções divulgadas nos documentos protocolados, incluindo requerimentos adicionais no que diz respeito àquelas divulgadas em conexão com transações

⁴⁸ Do original: SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **RIN 3235-AM90**. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>. Acesso em 07 de fev. de 2022.

de combinações de negócios. Essa determinação está evidentemente ligada aos pontos abordados nos parágrafos anteriores.

Por fim, com o crescimento deste mercado nos últimos anos, a SEC demonstrou preocupação com o fato de que determinadas companhias SPAC tem atuado como “*Investments Companies*” e, assim, poderiam deixar de reconhecer quando suas atividades incrementam os riscos para seus investidores. Destaca-se que, neste caso, as referidas companhias deveriam estar sujeitas ao *Investment Company Act of 1940*. Assim, a SEC propôs novas regras que proporcionariam uma melhor delimitação a respeito da definição de “*Investment Company*”, resultando assim em uma definição de quais seriam as diretrizes para esta modalidade de atuação por parte das SPACS.

Após o panorama geral dos principais pontos abordados pela proposta formulada pela SEC, vale destacar que esta se colocou à disposição para receber comentários dos participantes do mercado de capitais norte-americano, fomentando, assim, uma cultura de participação e de desenvolvimento de circunstâncias positivas para o funcionamento desta dinâmica.

Entretanto, apesar dos esforços empreendidos e do fato de que a nova regulação das SPACS ainda não entrou em vigor, a proposta realizada pela SEC já tem recebido críticas e influenciado a atuação de determinados *players* do mercado de capitais norte-americano.

Conforme divulgado na reportagem “*Goldman Sachs pauses work on new SPACS after SEC takes tougher stance*” publicada pelo Financial Times em 09 de maio de 2022, grandes bancos como Goldman Sachs e Citibank se afastaram de novas ofertas de companhias desta modalidade.⁴⁹

A principal preocupação destas instituições diz respeito à proposta da SEC de formalizar os coordenadores da Oferta Pública Inicial das SPACS como coordenadores da transação de combinação de negócios a ser realizada posteriormente. Caso o ponto citado seja, de fato, compreendido na versão final do novo arcabouço regulatório, esses bancos também se responsabilizariam por eventuais problemas ocorridos durante todo o procedimento de aquisição ou fusão realizado após a capitalização na bolsa de valores.

O White & Case LLP, importante escritório de advocacia norte-americano, também emitiu sua opinião a respeito do assunto indicado nos parágrafos anteriores. Em publicação realizada no dia 18 de abril de 2022, a prestigiada banca afirmou que:

⁴⁹ GOLDMAN Sachs pauses work on new Spacs after SEC takes tougher stance. **Financial Times**. Disponível em: <https://www.ft.com/content/34d28d11-118f-41a1-9bc0-3ab9412d9b9f>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

Este Catch-22 pode fazer com que muitas instituições financeiras se recusem a se envolver em muitas de-SPAC transactions. Além disso, esse aspecto da proposta de regra pode levar os participantes da de-SPAC transaction a alinhar mais de perto suas práticas com a prática tradicional de IPO de fornecer projeções apenas oralmente para certos investidores institucionais, tendo o efeito oposto dos objetivos da SEC de aumentar o investidor de varejo proteção e paridade de compartilhamento de informações (tradução nossa).⁵⁰

Em resumo, a avaliação indica que o estabelecimento desta regra pode alcançar o efeito oposto do esperado pela SEC, afastando os grandes bancos das transações de combinações de negócios e, até mesmo, das Ofertas Públicas Iniciais das SPACS.

Essa situação evidencia a importância do desenvolvimento de um arcabouço regulatório que proteja os investidores e a justiça no âmbito do mercado de capitais, mas que também considere a celeridade das operações e, também, as possíveis consequências enfrentadas pelas regras dispostas.

2.2 A regulação das SPACS em determinados países europeus

Conforme já mencionado no presente trabalho, o sucesso das SPACS nos últimos anos não se limitou às fronteiras dos Estados Unidos da América e, diante disso, a utilização do mecanismo cruzou o Oceano Atlântico e chegou ao continente europeu. Nesse sentido, também será realizado um panorama acerca de como as instituições que regem o mercado de capitais da Europa atuaram frente ao crescimento das operações de SPACS em seus territórios.

Inicialmente, será realizada uma abordagem frente à atuação da *European Securities and Markets Authority* (“ESMA”), que constitui uma instituição que trabalha para incrementar o funcionamento dos mercados dos países europeus, a proteção aos investidores e a cooperação das autoridades competentes no âmbito interno de cada um desses países.

Em seguida, uma vez que, conforme mencionado, a ESMA não constitui a única frente de proteção à integridade dos mercados e dos investidores, o presente trabalho analisará, também, as medidas e divulgações realizadas pelas referidas autoridades internas de determinados países europeus.

⁵⁰ Do original: “This Catch-22 could cause many financial institutions to decline to be involved in many de-SPAC transactions. In addition, this aspect of the rule proposal may push de-SPAC transaction participants to more closely align their practices with the traditional IPO practice of providing projections only orally to certain institutional investors, having the opposite effect of the SEC’s purported goals of increasing retail investor protection and parity of information sharing” RUBISTEIN, Joel et al. **SEC propose rules to regulate SPACs**. Disponível em: <https://www.whitecase.com/publications/alert/sec-proposes-rules-regulate-spacs>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

2.3 As Diretrizes da European Securities and Markets Authority (ESMA)

Primeiramente, cumpre salientar que, segundo seu *website*, a *European Securities and Markets Authority* constitui uma instituição independente da União Europeia, que contribui para resguardar a estabilidade do sistema financeiro europeu, por intermédio do incremento da proteção de investidores e da promoção de estabilidade e ordem aos mercados.⁵¹

Além disso, ainda de acordo com seu *website*, a instituição atinge seus objetivos por meio das seguintes ações: (i) avaliação de riscos para os investidores, mercados e estabilidade financeira; (ii) promoção de um conjunto único de regras para os mercados financeiros dos países da União Europeia; (iii) promoção de uma supervisão convergente; e (iv) supervisão direta das agências de classificação de risco (*rating agencies*), repositórios de transações (*trade repositories*) e repositórios de securitização (*securitisation repositories*).

Destaca-se, também, que a *European Securities and Markets Authority* (ESMA), além de promover o estabelecimento de uma supervisão convergente entre as autoridades nacionais competentes dos Estados Membros responsáveis pela supervisão do mercado de valores mobiliários de seus respectivos países, também busca atuar estreita harmonia com outras autoridades europeias de supervisão no âmbito bancário ou de seguros e pensões, compreendendo, assim, outras frentes do sistema financeiro.

Para finalizar a ampla análise acerca do escopo de atuação da *European Securities and Markets Authority*, vale destacar que, embora trate-se de uma autoridade independente, a ESMA é responsável perante as instituições da União Europeia, incluindo o Parlamento Europeu, onde se apresenta perante o *Economic and Monetary Affairs Committee* (ECON), o conselho da União Europeia e a *European Commission*.

Conforme mencionado anteriormente no presente trabalho, as SPACS chegaram com grande relevância no mercado de capitais dos países europeus nos últimos anos, movimentando valores consideráveis. Adicionalmente, a aquisição de participações societárias em companhias que usufruem do mecanismo é tratada, seja no Brasil, nos Estados Unidos da América ou na Europa, como um investimento de alto risco.

Diante do apontado, é natural que essas circunstâncias representem preocupações que convergem com os objetivos da *European Securities and Markets Authority* e que, assim, a instituição tenha que tomar as devidas providências para incrementar a proteção dos investidores e a integridade da dinâmica do mercado de capitais dos países europeus.

⁵¹ ESMA in brief. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

Foi nesse diapasão que a *European Securities and Markets Authority* publicou, no dia 15 de julho de 2021, o “*Public Statement – SPACS: prospectus disclosure and investor protection considerations*”.⁵²

O documento indicado teve por finalidade promover uma ação coordenada junto às autoridades nacionais competentes acerca do *disclosure* de informações que devem estar dispostas nos prospectos das SPACS, aprovados de acordo com o *Regulation (EU) 2017/1129*, regulação emitida pelo Parlamento Europeu com a finalidade de promover requerimentos para a elaboração, aprovação e distribuição dos prospectos das ofertas públicas de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados de capitais situados nos Estados Membros da União Europeia.⁵³

A *European Securities and Market Authority* afirma, no *Public Statement*, que embora as SPACS não constituam um novo fenômeno, a atividade destas companhias na União Europeia aumentou drasticamente no primeiro semestre de 2021 e que, apesar do fato que a utilização do mecanismo contribui bastante para o financiamento de pequenos e médios empreendimentos (*small and medium-sized enterprises*), é de vital importância que as companhias SPAC satisfaçam determinadas diretrizes regulatórias.

Adicionalmente, a instituição também visa chamar a atenção para a importância da aplicação, pelos coordenadores das Ofertas de ações de SPACS, dos requisitos de governança aplicados pelo *Directive 2014/65/EU*, dispositivo aprovado pelo Parlamento Europeu em 2014 para incrementar a proteção aos investidores, a integridade do sistema financeiro europeu e estabelecer diretrizes legais para o mercado de capitais e seus intermediários e plataformas de negociação.

Adentrando especificamente nos aspectos conceituais das sugestões elaboradas no *Public Statement* emitido pela *European Securities and Market Authority*, foi levantado, inicialmente, uma observação a respeito da complexidade das estruturas das SPACS.

No tópico intitulado como “*The complexity of SPAC shares and warranties*”, a instituição afirma que, por ocasião de práticas de mercado e da legislação societária dos países da União Europeia, podem existir diferenças entre a estruturação de SPACS diversas. Essa situação faz com que seja necessário um estudo bem aprofundado das características da SPAC antes que qualquer investidor tome alguma decisão de investimento. Além disso, eles também

⁵²ESMA publishes disclosure and investor protection guidance on spacs. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>. Acesso em 1 de fev. de 2022.

⁵³ SCHENGEN borders code. **EUR-lex**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:114514>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

mencionam que, por conta desta complexidade, o investimento em SPACS não é apropriado para todos os investidores.

Em seguida, a ESMA realizou suas considerações a respeito do *disclosure* das informações que devem ser divulgadas nos prospectos das ofertas públicas das companhias SPAC. Nesse sentido, sem prejudicar eventuais divulgações adicionais, a instituição encoraja as autoridades nacionais competentes a focarem na exigência do *disclosure* das seguintes informações nos prospectos das SPACS:

(i) Os fatores de risco tanto do emissor quanto de seus valores mobiliários, levando em consideração os conflitos de interesse inerentes às operações da SPAC, a governança da SPAC, o processo de tomada de decisão sobre a combinação de negócios e qualquer possível diluição futura, como diluição decorrentes do pagamento das taxas das patrocinadoras em ações, do exercício de bônus de subscrição e/ou em relação ao financiamento da aquisição; (ii) Uma descrição da estratégia de negócios e objetivos do emissor, tanto financeiros quanto não financeiros (se houver). Essa descrição deve levar em consideração os desafios e perspectivas futuras do emissor; (iii) Informações sobre a estrutura de captação do emissor; (iv) A indicação das principais atividades exercidas pelos membros dos órgãos de administração, administração e fiscalização fora daquele emitente, quando relevantes para o emitente, bem como a competência e experiência de gestão relevante de cada membro; (v) Informações sobre conflitos de interesse; (vi) Informações detalhadas sobre a estrutura de ações e bônus de subscrição, incluindo informações sobre eventuais resgates, direitos de retirada e informações sobre quaisquer direitos que a assembleia geral deva aprovar relativos à aquisição da sociedade-alvo; (vii) Informações sobre os principais acionistas; (viii) Informações sobre quaisquer transações com partes relacionadas; (ix) Informações sobre quaisquer interesses relevantes nas transações da SPAC, incluindo conflitos de interesse; (x) Se o emissor estiver ciente de que os recursos previstos não serão suficientes para financiar toda a aquisição, o emissor deve incluir uma estimativa do valor e das fontes de outros recursos necessários, incluindo mais detalhes sobre os recursos, uma vez que estão sendo usados para adquirir a empresa-alvo; (xi) A indicação se os principais acionistas ou membros dos órgãos de administração, fiscalização ou administração do emitente pretendem subscrever a oferta, ou se qualquer pessoa pretende subscrever mais de cinco por cento da oferta; (xii) Qualquer disparidade material entre o preço da oferta pública e o custo efetivo em dinheiro para os membros dos órgãos de administração, administração ou fiscalização ou quadros superiores, ou pessoas filiadas, de valores mobiliários por eles adquiridos em transações durante o ano anterior, ou que tenham o direito de adquirir (tradução nossa).⁵⁴

⁵⁴ Do original: “(i) The risk factors concerning both the issuer and its securities, taking into account the conflicts of interest inherent to SPAC transactions, the governance of the SPAC, the decision-making process concerning the business combination and any possible future dilution, such as dilution arising from the payment of the sponsors’ fees in shares, the exercise of warrants and/or in relation to the financing of the acquisition; (ii) A description of the issuer’s business strategy and objectives, both financial and non-financial (if any). This description shall take into account the issuer’s future challenges and prospects; (iii) Information on the funding structure of the issuer; (iv) An indication of the principal activities performed by the members of the administrative, management and supervisory bodies outside of that issuer where these are significant with respect to the issuer, as well as each member’s relevant management expertise and experience; (v) Information on conflicts of interest; (vi) Detailed information on the share and warrant structure, including information on any redemption, withdrawal rights and information about any rights that the shareholders meeting must approve concerning acquisition of the target company; (vii) Information about major shareholders; (viii) Information about any related party transactions; (ix) Information about any material interests in the SPAC transactions, including conflicts of interest; (x) If the issuer is aware that the anticipated proceeds will not be sufficient to fund the entire acquisition, the issuer should include an estimation of the amount and sources of other funds needed, including further details about the proceeds since they are being used to acquire the target company; (xi) An indication of whether major shareholders or

Adicionalmente, com a finalidade incrementar a proteção dos investidores e de promover as diretrizes regulatórias das agências nacionais competentes, a ESMA considera adequado que requerimentos adicionais sejam incluídos no âmbito interno dos Estados-Membros da União Europeia. Essa situação deve auxiliar a garantir que os prospectos das SPACS compreendam informações mais robustas e, assim, entreguem o necessário para que os investidores realizem suas análises de forma transparente e bem aprofundada.

Por fim, a ESMA ressaltou que, embora a declaração tenha sido dirigida às agências nacionais competentes dos países da União Europeia, o conteúdo abordado deve ser levado em consideração pelos emitentes na elaboração dos prospectos de suas ofertas.

2.4 A Regulação das SPACS no Reino Unido - as Diretrizes da Financial Conduct Authority (FCA)

Conforme mencionado anteriormente, a *European Securities and Markets Authority* tem, como uma de suas finalidades, o desenvolvimento harmônico da supervisão e o estabelecimento de diretrizes regulatórias eficientes por parte das autoridades nacionais competentes dos Estados Membros da União Europeia.

Adicionalmente, vale destacar que, apesar de dever ser levado em consideração pelos emitentes na elaboração da documentação dos prospectos de suas ofertas públicas, o “*Public Statement – SPACS: prospectus disclosure and investor protection considerations*” analisado no parágrafo anterior, foi expressamente destinado às autoridades nacionais responsáveis pela supervisão do mercado de valores mobiliários desses países.

Diante das circunstâncias apresentadas, o presente item terá por objetivo realizar um panorama acerca da atuação das instituições do Reino Unido frente ao crescimento do número de operações de companhias SPACS em sua jurisdição.

Primeiramente, cumpre salientar que, utilizando o mesmo fundamento estrutural do Brasil, dos Estados Unidos da América e de uma série de outros países, o Reino Unido também constituiu uma instituição responsável pela regulamentação da atuação dos participantes de seu

members of the issuer’s management, supervisory or administrative bodies intend to subscribe in the offer, or whether any person intends to subscribe for more than five per cent of the offer; (xii) Any material disparity between the public offer price and the effective cash cost to members of the administrative, management or supervisory bodies or senior management, or affiliated persons, of securities acquired by them in transactions during the past year, or which they have the right to acquire” ESMA publishes disclosure and investor protection guidance on spacs. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>. Acesso em 1 de fev. de 2022.

mercado de capitais, como as bolsas de valores e os próprios emissores: a *Financial Conduct Authority* (FCA).

De acordo com seu *website*, o papel da FCA é garantir que os mercados sejam honestos, justos e efetivos, para que, assim, a dinâmica seja positiva tanto para os indivíduos, quanto para as companhias e para a economia como um todo.⁵⁵

No que tange o desenvolvimento da integridade dos mercados, a instituição afirma que os mercados precisam ser dotados de uma infraestrutura resiliente, que confira aos investidores um acesso apropriado e transparente às informações das companhias e que previna os crimes financeiros.

Diante dos objetivos que compreendem o escopo da atuação da FCA, é evidente que o crescimento da utilização de um mecanismo de alto risco dentro da dinâmica do mercado de capitais do Reino Unido se torne um objeto de atenção por parte da instituição.

Levando em consideração os acontecimentos relacionados à utilização das SPACS já narrados no presente trabalho, a *Financial Conduct Authority* publicou, no dia 30 de abril de 2021, o “*PS21/10: Investor protection measures for special purpose acquisition companies: Changes to the Listing Rules*”, com a finalidade de promover mudanças às regras de registro e listagem das companhias SPAC.⁵⁶

Vale destacar que a regulação da FCA estabelece que a instituição tem a faculdade de suspender a listagem de qualquer valor mobiliário, caso esta medida seja justificada em prol da proteção dos investidores e do funcionamento eficaz e íntegro do mercado de capitais do Reino Unido.

Nesse sentido, eles destacaram que, até o momento da divulgação da proposta, existia uma presunção geral de que a listagem de companhias SPAC seria suspensa no momento do anúncio de um possível *target* para a combinação de negócios ou se os detalhes da proposta de aquisição ou fusão fossem vazados. Essa medida era aplicada para proteger os investidores de um processo impreciso de formação de preços, que poderia ser originado pela divulgação incompleta de informações ao público geral.

Diante dessas circunstâncias, as mudanças propostas propuseram a extinção da referida presunção de suspensão para as SPACS que atendessem determinadas diretrizes e critérios mais robustos que teriam por finalidade proteger os investidores.

⁵⁵ OUR strategy 2022 to 2025. **FCA**. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/about>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁵⁶ We set out changes to our Listing Rules that apply to special purpose acquisition companies (SPACs). **FCA**. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps21-10-investor-protection-measures-spacs-listing-rules>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

Para justificar a proposta submetida, a instituição afirmou que as mudanças têm como objetivo melhorar o funcionamento e incrementar a integridade do mercado de capitais e da proteção dos investidores, fornecendo, também, mais flexibilidade e segurança para a constituição de companhias que usufruem do mecanismo SPAC.

Após o envio de comentários por parte dos participantes do mercado de capitais do Reino Unido, a *Financial Conduct Authority* divulgou, no dia 27 de julho de 2021, a regulamentação final e definitiva que alterou, efetivamente, as diretrizes impostas para a realização do procedimento de listagem de companhias SPAC.

Neste comunicado, a FCA anunciou que para afastar a possibilidade de suspensão de seus pedidos de listagem, as SPACS deverão fornecer as seguintes garantias adicionais aos investidores:

- (i) Uma opção de “resgate” que permite aos investidores sair de um SPAC antes da conclusão de qualquer aquisição; (ii) garantir que o dinheiro arrecadado de acionistas públicos seja protegido; (iii) exigir a aprovação dos acionistas para qualquer proposta de aquisição; e (iv) um limite de tempo no período operacional de um SPAC se nenhuma aquisição for concluída (nossa tradução)⁵⁷

Logicamente, vale destacar que as companhias que utilizarem o mecanismo SPAC e não cumprirem as condições indicadas acima, continuarão sujeitas à presunção de suspensão de seu pedido de listagem.

Nota-se, assim, que os requerimentos formulados pela agência nacional competente do Reino Unido estão presentes na proposta de regulamentação enviada pela *US Securities and Exchange Commission* e constituem práticas já observadas no mercado SPAC.

Outros pontos relevantes compreendidos na proposta dizem respeito às seguintes medidas: (i) estipulação de um valor mínimo de £ 100.000.000,00 (cem milhões de libras) de capitalização da SPAC em sua Oferta Pública Inicial; (ii) faculdade de extensão do período para a realização de transação de negócios por 6 meses, sendo, que nesse caso, não é necessária a aprovação dos acionistas; (iii) alteração da modalidade de supervisão para promover maior conforto aos emissores de que eles estão considerados dentro da orientação que desaplica a presunção de suspensão do procedimento de listagem.

⁵⁷ Do original: “(i) a ‘redemption’ option allowing investors to exit a SPAC prior to any acquisition being completed; (ii) ensuring money raised from public shareholders is ring-fenced; (iii) requiring shareholder approval for any proposed acquisition; and (iv) a time limit on a SPAC’s operating period if no acquisition is completed.” We set out changes to our Listing Rules that apply to special purpose acquisition companies (SPACs). FCA. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps21-10-investor-protection-measures-spacs-listing-rules>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

2.5 A regulação das SPCAS nos Países Baixos, Bélgica e França - as diretrizes da Dutch Authority For The Financial Markets (AFM), da Financial Services And Markets Authority (FSMA) e da Autorité Des Marchés Financiers (AMF)

Constituída no ano de 2000 pela fusão da *Amsterdam Stock Exchange*, da *Brussels Stock Exchange* e da *Paris Bourse*, a Euronext constitui uma das mais relevantes bolsas de valores do continente europeu, com um valor de mercado agregado de cerca de US\$ 4,6 trilhões (quatro trilhões e seiscientos milhões de dólares).⁵⁸

Vale destacar que, apesar de fundada pelas instituições indicadas, a Euronext atualmente também realiza suas operações no mercado de capitais de outros países, como o Reino Unido, Portugal, Irlanda e Noruega.

Os pontos narrados anteriormente enfatizam que é inegável a importância dos países fundadores da Euronext para o desenvolvimento do mercado de capitais europeu e mundial. Essa situação faz com que a realização de uma análise do arcabouço regulatório conferido pelas autoridades nacionais competentes dos Países Baixos, da Bélgica e da França seja estritamente necessária para o desenvolvimento do presente trabalho.

Uma vez que a sede da Euronext é na cidade de Amsterdã, o primeiro objeto de estudo no presente item será a regulação do mercado de capitais dos Países Baixos.

A *Dutch Authority for the Financial Markets* (AFM) representa a instituição responsável pela supervisão da operação do mercado financeiro dos Países Baixos desde o dia 01 de março de 2002.

Segundo seu *website*, a AFM supervisa a conduta de todo o mercado financeiro dos Países Baixos, compreendendo desde seguros, gestão de recursos e empréstimos, até o mercado de capitais, buscando promover justiça e transparência neste segmento e contribuir para o desenvolvimento de um sistema financeiro sustentável e próspero nos Países Baixos.⁵⁹

No que tange à sua atuação, a agência nacional competente pela regulação holandesa afirma que sua supervisão é realizada por intermédio de inspeções, fiscalização e estabelecimento de padrões para os participantes da dinâmica do mercado de capitais. Além disso, eles também ressaltam que, caso sejam identificadas violações às práticas impostas pela AFM, a instituição tem a possibilidade de conferir sanções aos infratores, como, por exemplo,

⁵⁸ REIS, Tiago. **Bolsas europeias**: quais as principais bolsas de valores da Europa? Disponível em: <https://www.sun0.com.br/artigos/bolsas-europeias/>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁵⁹ ABOUT AFM. **AFM**. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/over-afm>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

advertências públicas, retirada de alvarás, cancelamento de registros ou, até mesmo, a apresentação de denúncias ao Ministério Público do país.⁶⁰

Conforme já mencionado anteriormente no presente trabalho, é natural que as autoridades que atuam na regulação do mercado de capitais, independente do país, se mostrem atentas e preocupadas com o crescimento de mecanismos que possam representar riscos à integridade da carteira dos investidores e, conseqüentemente, à justiça e transparência de seus objetos de regulação.

Assim, com o crescimento do número de companhias utilizando o mecanismo SPAC, é evidente que a AFM precisou se movimentar para criar condições propícias para a realização dessas ofertas, garantindo que os investidores não permanecessem em uma posição muito vulnerável.

Focando em algumas frentes específicas, a AFM realizou, em seu *website*, algumas considerações a respeito de como ocorre a supervisão, por parte da instituição, frente às companhias SPACS.

Primeiramente, eles enfatizaram que a AFM supervisiona a divulgação de informações aos investidores para SPACS que tenham sede nos Países Baixos, avaliando sua documentação da oferta para aprovar, ou não, a listagem da companhia na bolsa de valores. Em seguida, a página também indica que a AFM atua na avaliação de empresas de investimento que distribuem, oferecem ou recomendam SPACS nos Países Baixos, verificando, assim, se essas companhias atendem todos os requisitos de governança corporativa.

Em seguida, a instituição ressaltou que é constituída como a autoridade competente para a análise de prospectos de ofertas públicas das SPACS com sede nos Países Baixos ou em países considerados como *third countries*, que são definidos no Art. 2(5) do Regulation (EU) 2016/399 (Schengen Borders Code) da seguinte maneira: “*A country that is not a member of the European Union as well as a country or territory whose citizens do not enjoy the European Union right to free movement*”.⁶¹

Ante o exposto, é evidente que, caso a sede da SPAC seja em algum outro Estado-Membro da União Europeia, outra autoridade nacional será a responsável pela regulação e, conseqüentemente, pelo juízo de valor a respeito das informações prestadas no âmbito do prospecto da oferta pública.

⁶⁰ WHAT do we do? AFM. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/over-afm/werkzaamheden>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁶¹ SCHENGEN borders code. EUR-lex. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:114514>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

Outro ponto destacado pela *Dutch Authority for the Financial Markets* diz respeito aos requisitos de transparência para companhias listadas, sejam adeptas do modelo tradicional ou do mecanismo SPAC. Neste tópico, a agência reguladora afirma que, as mesmas obrigações de divulgação de informações e governança impostas às companhias holandesas são, também, exigidas frente às SPACS.

Para finalizar suas considerações a respeito de como as SPACS são supervisionadas em sua jurisdição, a AFM enfatiza que os *sponsors* ou companhias de investimento que constituem as organizações que utilizam o mecanismo SPAC devem seguir determinadas diretrizes. Nesse procedimento, os *sponsors* ou companhias de investimento são responsáveis por determinar o mercado *target* ideal para a companhia e garantir que o procedimento de combinação de negócios não acabe fora do escopo delimitado.

Utilizando a mesma lógica da análise dos prospectos, a AFM afirma que sua supervisão da atuação dos participantes indicados no parágrafo anterior ocorre, apenas, frente aqueles que são sediados nos Países Baixos ou que, apesar de sediados em outros países europeus, prestam serviços de investimento no território holandês. Entretanto, no caso indicado, a supervisão da instituição é limitada e, assim, não abrange todo o escopo compreendido por uma SPAC sediada nos Países Baixos.

Seguindo adiante no estudo a respeito da supervisão das SPACS nos países fundadores da Euronext, será realizada uma abordagem acerca da atuação da agência nacional competente pela regulação do mercado de capitais da Bélgica: *The Financial Services and Markets Authority* (FSMA).

Criada no dia 01 de abril de 2011, a FSMA é uma instituição pública autônoma que atua para garantir um tratamento honesto e equitativo para os participantes da dinâmica do mercado financeiro da Bélgica – principalmente os consumidores e investidores. Além disso, eles também enfatizam que tem por finalidade incrementar a integridade dentro deste segmento da sociedade.⁶²

De acordo com o *website* da instituição, as competências da FSMA estão dispostas nas seguintes frentes: (i) supervisão dos mercados financeiros e das informações financeiras divulgadas pelas companhias; (ii) supervisão do cumprimento das regras de conduta nos negócios; (iii) supervisão dos produtos; (iv) supervisão de prestadores e intermediários de

⁶² ABOUT the FSMA. FSMA. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/about-fsma>. Acesso em 01 de fev. de 2022

serviços financeiros; (v) fiscalização das pensões complementares; e (vi) participação no incremento da educação financeira dos cidadãos.⁶³

Com o crescimento da utilização do mecanismo SPAC no território europeu, a FSMA divulgou, no dia 21 de junho de 2021, o comunicado “*Minimum standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels*”. Conforme indicado em seu título, a opinião divulgada teve por finalidade definir mínimos padrões para ofertas públicas e, também, para a admissão da negociação de ações emitidas por SPACS e sua distribuição para investidores de varejo.⁶⁴

Após as considerações iniciais realizadas, a FSMA iniciou a abordagem dos mínimos padrões exigidos pelo seguinte item: “*The governance structure of a SPAC and the rules governing decision-making on business combinations must offer investors maximum protection against conflicts of interest*”. Nesse sentido, a instituição levantou um ponto que, evidentemente, é motivo de preocupação constante pelas agências nacionais competentes quando se trata das companhias SPAC.

Diante do desafio de estabelecer condições mais seguras frente às situações de conflito de interesses observadas no operacional das SPACS, a FSMA, primeiramente, indicou que, de acordo com sua opinião, a decisão de investimento em uma transação de combinação de negócios deveria ser aprovada por uma assembleia geral de acionistas da SPAC e não pelo conselho de administração da companhia.

Frente ao procedimento indicado, a assembleia geral competente pela deliberação referida acima deverá ser realizada com um quórum mínimo de 50% e a deliberação seria aprovada com o voto de 50% mais um do número total de ações da companhia, sendo certo que as diferentes classes de ações que usualmente marcam presença na estrutura societária das SPACS devem ser consideradas.

Adicionalmente, a FSMA indica que é importante evitar que os fundadores da companhia que tenham adquirido ações no mercado influenciem os demais acionistas, bem como que possam participar da votação nas demais categorias de ações. A instituição também considera importante que caso os fundadores ou *sponsors* tenham uma oportunidade de investimento fora

⁶³ WHAT is the FSMA. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/what-fsma>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁶⁴ MINIMUM standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/opinion/minimum-standards-governing-structure-spacs-disclosure-information-about-spac-shares-and>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

da SPAC, o investimento proposto deve ser feito, inicialmente, ao SPAC (“*right of first review*”).

Caso uma aquisição de uma companhia relacionada aos fundadores ou aos *sponsors* seja cogitada, a FSMA orienta que, antes da deliberação da operação por parte da assembleia geral de acionistas da SPAC, seja realizada uma reunião do conselho de administração. Nesse órgão, considerando todos os membros do conselho de administração que não se encontram em situação de conflito de interesses, a aprovação deve ser unânime.

Para finalizar as considerações a respeito do primeiro ponto levantado pela instituição, eles afirmam que a SPAC deverá adotar uma política de negociação rigorosa, proibindo, durante o período em que a combinação de negócios ainda não foi concluída, a negociação na bolsa de valores das ações detidas pelos fundadores ou *sponsors*.

Seguindo adiante, a FSMA também indicou que a opção de resgate das ações das SPACS outorgada aos acionistas, deve oferecer, caso utilizada, proteção máxima contra diluição para os acionistas que decidirem manter suas ações. Nesse caso, a instituição considera útil que o resgate de ações seja reservado aos acionistas que votaram contra à combinação de negócios na assembleia geral de acionistas competente por deliberar a respeito.

Essa situação é importante pois, levando em consideração o fato de que qualquer resgate exerce um efeito diluidor nas demais ações da companhia, permitir que um acionista que votou de forma favorável solicite o resgate resultaria em uma diluição consideravelmente superior para os demais acionistas. Adicionalmente, a FSMA ainda afirma que não é lógico que os acionistas que votem a favor da transação de combinação de negócios procurem resgatar suas ações e, assim, impactar os outros membros do quadro societário.

Continuando as considerações a respeito da diluição das ações, a FSMA indicou que o prospecto da oferta pública da SPAC deve conter diversas informações sobre diferentes cenários de diluição e a indicação de qual será o nível do retorno necessário para neutralizar a diluição do investidor.

Para incrementar a proteção dos investidores, a instituição enfatizou a importância das seguintes informações constarem no prospecto da SPAC:

- (i) A diluição do valor da ação em função da diferença de condições da oferta ao público, a investidores qualificados e a fundadores/patrocinadores; (ii) a diluição adicional das ações dos investidores remanescentes após o reembolso dos acionistas dissidentes; e (iii) cálculo do retorno anual que a empresa precisa gerar para os demais investidores para, no mínimo, atingir o equilíbrio em termos do valor de resgate

esperado quando a combinação de negócios for formada, levando em consideração os custos atrelados à estrutura e ao processo de aquisição (nossa tradução).⁶⁵

Se referindo especificamente às ações de SPACS listadas na Euronext de Bruxelas, a FSMA entende que, devido à complexidade do mecanismo, estas deveriam ser destinadas especificamente para investidores profissionais, constando essa informação na documentação de sua oferta.

De acordo com o Artigo 10 do “*Directive 2014/65/EU of the European Parliament and the Council Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU*” (MIFID II), são considerados investidores profissionais aqueles que cumpram os seguintes requisitos:

(1) Entidades que devem ser autorizadas ou regulamentadas para operar nos mercados financeiros. A lista abaixo deve ser entendida como incluindo todas as entidades autorizadas que exercem as atividades características das entidades mencionadas: entidades autorizadas por um Estado-Membro ao abrigo de uma diretiva, entidades autorizadas ou regulamentadas por um Estado-Membro sem referência a uma diretiva e entidades autorizadas ou regulamentadas por um país terceiro: (a) Instituições de crédito; (b) Empresas de investimento; (c) Outras instituições financeiras autorizadas ou regulamentadas; (d) Companhias de seguros; (e) Regimes de investimento coletivo e sociedades gestoras desses regimes; (f) Fundos de pensões e sociedades gestoras desses fundos; (g) Negociantes de commodities e derivativos de commodities; (h) Locais; (i) Outros investidores institucionais; (2) Grandes empresas que cumprem dois dos seguintes requisitos de dimensão numa base de empresa: balanço total: 20.000.000 EUR - volume de negócios líquido: 40.000.000 EUR - fundos próprios: 2.000.000 EUR; (3) Governos nacionais e regionais, incluindo organismos públicos que gerem a dívida pública a nível nacional ou regional, bancos centrais, instituições internacionais e supranacionais como o Banco Mundial, o FMI, o BCE, o BEI e outras organizações internacionais semelhantes; (4) Outros investidores institucionais cuja atividade principal seja investir em instrumentos financeiros, incluindo entidades dedicadas à titularização de ativos ou outras operações de financiamento (nossa tradução).⁶⁶

⁶⁵ Do original: “(i) The dilution of the share value as a result of the difference in the conditions of the offer to the public, to qualified investors and to founder/sponsors; (ii) the additional dilution of the remaining investors’ shares after reimbursement of the dissenting shareholders; and (iii) A calculation of the annual return that the company needs to generate for the remaining investors in order, at a minimum, to break even in terms of the expected redemption value when the business combination is formed, taking into account the costs linked to the structure and to the acquisition process”. MINIMUM standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/opinion/minimum-standards-governing-structure-spacs-disclosure-information-about-spac-shares-and>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁶⁶ Do original: “(1) Entities which are required to be authorised or regulated to operate in the financial markets. The list below shall be understood as including all authorised entities carrying out the characteristic activities of the entities mentioned: entities authorised by a Member State under a Directive, entities authorised or regulated by a Member State without reference to a Directive, and entities authorised or regulated by a third country: (a) Credit institutions; (b) Investment firms; (c) Other authorised or regulated financial institutions; (d) Insurance companies; (e) Collective investment schemes and management companies of such schemes; (f) Pension funds and management companies of such funds; (g) Commodity and commodity derivatives dealers; (h) Locals; (i) Other institutional investors; (2) Large undertakings meeting two of the following size requirements on a company basis: balance sheet total : EUR 20 000 000 - net turnover : EUR 40 000 000 - own funds : EUR 2 000 000; (3) National and regional governments, including public bodies that manage public debt at national or regional level, Central

Apesar da indicação de qual seria o “público-alvo” das ações das SPACS, os investidores de varejo podem, por sua própria iniciativa, negociar ações de companhias que utilizam este mecanismo. Entretanto, caso esta seja a circunstância aplicável, a FSMA recomenda que as instituições intermediárias realizem uma espécie de “teste de adequação” focado na análise do conhecimento e experiência dos investidores de varejo interessados em adquirir ações de SPACS.

Adicionalmente, a agência nacional competente pela regulação do mercado de capitais belga indica que eles esperam que os fundadores ou *sponsors* das SPACS que optarem por não seguir os padrões mínimos estabelecidos indiquem, na capa do prospecto de sua Oferta Pública Inicial a seguinte informação:

O emitente acima referido não segue as normas mínimas que regem a estrutura dos SPACs, a divulgação de informação sobre as ações SPAC e a negociação dessas ações na Euronext Brussels / as seguintes normas: [...], conforme proposto pela FSMA no seu parecer de 21 de junho de 2021.⁶⁷

Para finalizar suas considerações, a FSMA realiza algumas recomendações adicionais. De acordo com o disposto no comunicado, eles alertam ao fato de que as SPACS podem ser constituídas de diferentes estruturas e com diferentes níveis de proteção aos investidores. Nesse sentido, é encorajado, pela instituição, que as companhias SPAC se esforcem para estabelecer estruturas que confirmem a máxima proteção possível aos investidores.

Ainda, levantam possíveis formas de proteção que podem ser incluídas pelas companhias SPAC:

(i) Condições associadas à criação da combinação de negócios em termos do percentual mínimo dos recursos que podem ser utilizados, confirmação por especialista da disponibilidade do caixa necessário para o investimento e sua operação; (ii) a adoção de um índice muito elevado de votos positivos necessários para aceitar a combinação de negócios na assembleia geral; e (iii) vincular a remuneração dos fundadores à criação de valor (como a exigência de que um determinado preço de ação seja alcançado dentro de um determinado período) e não a um pagamento antecipado pela alocação de ações quase gratuitas (nossa tradução).⁶⁸

Banks, international and supranational institutions such as the World Bank, the IMF, the ECB, the EIB and other similar international organisations; (4) Other institutional investors whose main activity is to invest in financial instruments, including entities dedicated to the securitisation of assets or other financing transactions”. MIFID II. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/databases-library/interactive-single-rulebook/mifid-ii>. Acesso em 05 de fev. de 2022.

⁶⁷ Do original: “The issuer named above does not follow the minimum standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels/the following standards: [...], as proposed by the FSMA in its opinion of 21 June 2021, available on www.fsma.be”. MINIMUM standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/opinion/minimum-standards-governing-structure-spacs-disclosure-information-about-spac-shares-and>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁶⁸ Do original: “(i) conditions attached to the creation of the business combination in terms of the minimum percentage of the funds that may be used, confirmation by an expert of the availability of the cash necessary for the investment and its operation; (ii) the adoption of a very high rate of positive votes needed to accept the business

Após a análise da atuação das agências nacionais competentes pela regulação nos Países Baixos e na Bélgica, faz-se necessário um levantamento a respeito das características e diretrizes conferidas pela autoridade francesa, a *Autorité des Marchés Financiers* (AMF). Esta, por sua vez, se trata de uma instituição pública independente responsável por garantir a proteção dos investimentos realizados em produtos financeiros, por intermédio da supervisão da operação de mercado de capitais e da divulgação de informações por parte dos emissores dos valores mobiliários.⁶⁹

Segundo seu *website*, a AMF tem competência para estabelecer as regras que se aplicam aos *players* e produtos dos seguintes segmentos: (i) mercados financeiros; (ii) sociedades listadas; (iii) transações financeiras; (iv) intermediários financeiros; (v) produtos de investimento coletivo. Adicionalmente, eles ainda afirmam que a instituição atua ativamente no desenvolvimento da regulamentação europeia e internacional.⁷⁰

A autoridade afirma, ainda, que sua atuação tem a finalidade de garantir o seguinte:

A poupança está protegida quando investida em instrumentos financeiros que dêem origem a oferta pública ou admissão à negociação em instrumentos financeiros e em todos os outros investimentos oferecidos ao público; Os investidores são devidamente informados; e Mercados onde os instrumentos financeiros são negociados funcionam de forma eficiente (nossa tradução).⁷¹

Assim como a FSMA e a AFM, a AMF também se preocupou com a crescente utilização de companhias SPACS no continente europeu. Diante disso, a agência nacional competente pela regulamentação do mercado de capitais francês publicou, no dia 02 de julho de 2021, um estudo a respeito do desenvolvimento do mercado de SPACS e dos desafios oriundos dessa situação.⁷²

combination in the general meeting; and (iii) linking the founders' remuneration to the value creation (such as the requirement that a set share price be reached within a given period) and not to a payment up front by the allocation of nearly free shares". MINIMUM standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/opinion/minimum-standards-governing-structure-spacs-disclosure-information-about-spac-shares-and>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁶⁹ THE AMF at a glance. **AMF**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/amf/presentation-amf/amf-glance>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁷⁰ OUR missions. **AMF**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/amf/our-missions>. Acesso em 06 de fev. de 2022.

⁷¹ Do original: "Savings are protected when invested in financial instruments that give rise to a public offer or admission to trading in financial instruments and in all other investments offered to the public; Investors are properly informed; and Markets where financial instruments are traded, function efficiently". Ibid.

⁷² SPACS: Opportunities and Risks of a New Way of Going Public. **AMF**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/spacs-opportunities-and-risks-new-way-going-public>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

No documento, a instituição levantou os seguintes pontos: “1) *SPACS: Rapid Growth in the Market for Complex and Flexible Structures*; and 2) *The Risks Depend Largely on the Specific Structures of the SPACS*”.

Em resumo, o primeiro ponto do comunicado buscou analisar as diferentes estruturas operacionais das SPACS e os motivos do crescimento da utilização do mecanismo, ressaltando que ainda não existe um dispositivo regulatório específico para essas companhias no continente europeu.

Ressalta-se, porém, que o grande foco da AMF esteve relacionado aos fatores de risco decorrentes de um investimento em uma companhia SPAC. Seguindo a perspectiva já levantada em outras oportunidades por outras autoridades nacionais competentes, a instituição evidenciou, principalmente, sua preocupação com os riscos conectados com conflitos de interesses entre os *stakeholders* ou investidores, com os *sponsors* ou fundadores que, frequentemente, também atuam como gestores ou participantes da dinâmica de fundos de *private equity*.

Após as considerações realizadas, a AMF expressou as seguintes opiniões a respeito dos riscos identificados:

(i) As SPACs caracterizam-se sobretudo pela ausência inicial de atividade operacional, o que necessariamente limita o conteúdo de seu prospecto inicial, ainda que devam ser divulgadas informações sobre o setor empresarial, os patrocinadores e qualquer conflito de interesse relevante. No entanto, a adequação entre os requisitos aplicáveis aos diferentes métodos de cotação (IPO, cotação direta, SPAC) não parece ser posta em causa. As vantagens das SPACs para as empresas emissoras - em especial o preço de listagem garantido (pré-negociado) e a agilidade do processo - devem estar relacionadas aos riscos observados para o desempenho pós-fusão. Cada método de listagem faz sentido dependendo do contexto e da empresa em questão. Para simplificar: "se for necessário levantar capital, uma oferta pública inicial, apesar de suas deficiências, é lógica e provavelmente a melhor opção. Caso contrário, a listagem direta pode ser preferível. o preço da transação, uma SPAC pode ser a melhor solução"; (ii) Após vários anos de desgaste do mercado de ações em favor de métodos de financiamento não listados e um prolongamento da vida útil das empresas antes de abrir o capital, o sucesso das SPACs destaca a complementaridade desses métodos de financiamento, especificamente, oferecem uma saída para fundos de private equity que buscam desinvestir e parecem oferecer uma nova área de crescimento para as bolsas de valores; (iii) A flexibilidade permitida quanto à estrutura das SPACs parece permitir mercado para levar em conta as críticas que lhes são feitas, em particular, pode favorecer o tratamento justo aos cotistas e estimular os patrocinadores a criar valor de longo prazo. os avisos podem ajudar a aumentar a transparência, como a consideração de vários cenários nos documentos de referência, por exemplo; (iv) Diferentes partes interessadas nas SPACs, em particular os patrocinadores e/ou certos tipos de investidores, estão expostos a conflitos de interesse. Além disso, esses veículos envolvem estruturas jurídicas complexas e, portanto, destinam-se sobretudo a investidores institucionais que provavelmente exercerão um julgamento crítico sobre a estrutura dos arranjos propostos, os incentivos dos stakeholders e as avaliações das empresas-alvo. Até à data, o acesso de particulares às SPACs através de listagens é limitado, devendo ainda ser avaliado neste contexto; (v) A possibilidade de concorrência regulatória para atrair SPACs significa que eles devem ser considerados de uma perspectiva internacional para evitar uma corrida para o fundo. Nesta fase, o

fato de os regulamentos do SPAC estarem ancorados nas leis existentes das empresas e do mercado de ações oferece a garantia de certa estabilidade das proteções legais. Além disso, assistimos ao crescimento das atividades transfronteiriças das SPACs, com as massas de capital a investir acumuladas pelas SPACs e outros fundos de investimento, em particular nos EUA, resultando num aumento dos investimentos transatlânticos, por exemplo; e (vi) Por fim, o rápido desenvolvimento das SPACs, no contexto de financiamento abundante mencionado acima, mostra a contribuição das SPACs para agregar “pó seco”), bem como de taxas de juros persistentemente baixas, é resultado da busca por atrativos retornos de investidores sob o risco de pressionar determinadas avaliações de mercado (bolhas especulativas). Isso deve ser temido em particular em segmentos de mercado “estreitos” e/ou naqueles onde há forte concorrência entre investidores e, em particular, certos segmentos do mercado de tecnologia. Isso enfatiza não apenas a importância do profissionalismo das avaliações dos alvos de aquisição por intermediários financeiros, mas também o risco de investir após aumentos insustentáveis de preços e, de forma mais geral, a necessidade de examinar a endogeneidade dos aumentos de preços dos ativos em questão (nossa tradução).⁷³

⁷³ Do original: “(i) SPACs are characterised above all by their initial lack of operating activity, which necessarily limits the content of their initial prospectus, even if information about the business sector, the sponsors and any material conflict of interests must be disclosed. However, the adequacy between the requirements applying to the different listing methods (IPO, direct listing, SPAC) does not appear to be brought into question. The advantages of SPACs for issuing companies - in particular the guaranteed (pre-negotiated) listing price and streamlined process - must be related to the risks observed for post-merger performance. Each method of listing makes sense depending on the context and the company concerned. To simplify matters: “if it is necessary to raise capital, an initial public offering, in spite of its shortcomings, is logical and probably the best option. Failing that, direct listing may be preferable. To raise capital quickly and have greater certainty about the transaction price, a SPAC may be the best solution”; (ii) After several years of stock market attrition in favour of unlisted methods of financing, and a lengthening of the lifespan of firms before they go public, the success of SPACs highlights the complementary nature of these financing methods. Specifically, they offer an exit pathway to private equity funds seeking to divest and appear able to provide a new area of growth for stock exchanges; (iii) The flexibility allowed as regards the structure of SPACs appears to allow the market to factor in the criticisms made of them. In particular, it could favour fair treatment of unitholders and encourage sponsors to create long-term value. In this context, certain market practices could help to increase transparency, such as taking multiple scenarios into account in the reference documents, for example; (iv) Different stakeholders in SPACs, in particular the sponsors and/or certain types of investors, are exposed to conflicts of interest. Furthermore, these vehicles involve complex legal structures, and are therefore intended above all for institutional investors who are likely to exercise critical judgement on the structure of the arrangements proposed, the stakeholders’ incentives and the target companies’ valuations. To date, access by private individuals to SPACs via listings is limited, and is still to be assessed in this context; (v) The possibility of regulatory competition to attract SPACs means they should be considered from an international perspective to avoid a race to the bottom. At this stage, the fact that SPAC regulations are anchored in existing company and stock market laws offers the assurance of a certain stability of legal protections. Moreover, we have seen growth in cross-border activities by SPACs, with the masses of capital to be invested accumulated by SPACs and other investment funds, in particular in the USA resulting in an increase in transatlantic investments, for example; and (vi) Finally, the rapid development of SPACs, in the context of abundant financing mentioned above shows the contribution of SPACs to aggregate “dry powder”), as well as of persistently low interest rates, is the result of the search for attractive returns by investors at the risk of putting pressure on certain market valuations (speculative bubbles). This is to be feared in particular in “narrow” market segments and/or those where there is strong competition between investors, and in particular certain segments of the technology market. This emphasises not only the importance of the professionalism of the valuations of acquisition targets by financial intermediaries, but also the risk of investing after unsustainable price rises, and more generally, the need to examine the endogeneity of the price rises of the assets in question”. SPACS: Opportunities and Risks of a New Way of Going Public. AMF. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/spacs-opportunities-and-risks-new-way-going-public>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

CAPÍTULO III – RUMO À REGULAÇÃO DAS SPACS NO BRASIL

Após a utilização do Direito Comparado para a elaboração de uma análise acerca da atuação das agências nacionais competentes de países que já observam, em sua jurisdição, companhias SPAC com mais frequência e de forma mais cristalizada, é importante para o prosseguimento do presente trabalho que os aspectos internos do Brasil sejam estudados para que, na sequência, seja elaborada uma proposta de diretrizes básicas para a regulação da utilização do mecanismo SPAC no território tupiniquim.

Primeiramente, será realizada uma abordagem a respeito da importância das SPACS para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, bem como dos motivos pelos quais a utilização do mecanismo deveria ser objeto de regulação por parte da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

Para finalizar o presente capítulo, serão analisados dois importantes marcos para a regulação das SPACS no mercado de capitais brasileiro: a Audiência Pública SDM nº 02/2021 divulgado no dia 10 de março de 2021 pela CVM e o relatório “*SPACS: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança*” divulgado pela B3 em abril de 2022.

3.1 A importância das SPACs e os motivos pelos quais o mecanismo deve ser objeto de regulação pela CVM

Conforme já mencionado no presente trabalho, as SPACS atingiram seu “pico” de utilização nos anos de 2020 e 2021, resultando em um número de operações e em um volume de capital movimentado extremamente relevantes dentro da dinâmica do mercado de capitais internacional.

Essa situação ocorreu por dois principais motivos: (i) o incremento da participação de players com maior credibilidade frente ao mercado e (ii) a diminuição na movimentação econômica que ocorreu em virtude da pandemia de COVID-19, a diminuição das taxas de juros que ocorreu em virtude do panorama pandêmico e a consequente diminuição da compensação financeira proveniente de investimentos de renda fixa.

Entretanto, a própria estrutura das SPACS também deve ser evidenciada como outro ponto relevante para o crescimento de sua utilização dentro da dinâmica do mercado de capitais internacional. A grande virtude do mecanismo SPAC sempre foi a possibilidade de abrir o capital por uma “rota” mais curta, barata e menos burocrática que o processo tradicional de uma Oferta Pública Inicial.

Essa situação faz com que o procedimento de abertura de capital se torne mais ágil, menos oneroso e, também, que seja possível para determinadas companhias que tem dificuldades de atrair o interesse dos grandes bancos investidores.

Winston Fritsch, professor de Economia e ex-Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, afirmou o seguinte sobre as vantagens do mecanismo SPAC:⁷⁴

Os SPACs podem oferecer um novo, eficiente e vasto conjunto de recursos para complementar as classes de ativos existentes e fornecer capital para empresas privadas em crescimento além do estágio de capital de risco inicial. De fato, para a empresa alvo da fusão, o SPAC é um produto superior ao private equity, pois a listagem resultante da fusão reversa com o SPAC proporciona um prêmio de liquidez à empresa (fechada) alvo da fusão. Além disso, como a listagem decorre de uma simples transação de M&A, é uma alternativa mais barata e rápida, além de implicar uma divulgação muito menor de dados confidenciais do que o IPO tradicional. Os SPACs também são disruptivos porque representam uma ameaça competitiva para a indústria global de private equity, que cresceu enormemente monopolizando os retornos potenciais das fases de crescimento mais rápido das empresas. Assim, os SPACs incentivam o crescimento dos mercados públicos, oferecendo ao investidor de equities uma oportunidade alternativa aos IPOs tradicionais para acesso a ativos de rápida valorização. Para as bolsas públicas de todo o mundo, eles prometem reverter o declínio constante no número de empresas listadas, reflexo do crescimento dos fundos de private equity. Existem, portanto, muitas características positivas que explicam a escala e o apelo deste produto, mas para entender suas dores de ajuste atuais, é preciso primeiro entender sua estrutura de financiamento.

Adicionalmente, vale destacar, também, o mencionado por Max H. Bazerman, professor de *Business Administration* da *Harvard Business School*, e Paresh Patel, co-fundador e CEO da *Natural Order Acquisition Corporation*, no artigo “SPACS: What You Need to Know” publicado na *Harvard Business Review*:

As SPACs oferecem às empresas-alvo vantagens específicas sobre outras formas de financiamento e liquidez. Em comparação com IPOs tradicionais, as SPACs geralmente fornecem avaliações mais altas, menos diluição, maior velocidade de capital, mais certeza e transparência, taxas mais baixas e menos demandas regulatórias. Veja a velocidade, por exemplo. Para metas, todo o processo da SPAC pode levar de três a cinco meses, com a avaliação definida no primeiro mês, enquanto os IPOs tradicionais geralmente levam de nove a 12 meses, com pouca certeza sobre a avaliação e o valor do capital levantado até o final do processo. Quando se trata de avaliação, as SPACs geralmente oferecem mais do que os IPOs tradicionais. Vários meses antes de uma fusão, as partes em uma SPAC, incluindo o alvo, negociam um compromisso de capital e uma avaliação obrigatória (embora a avaliação esteja sujeita à aprovação dos investidores do PIPE). Em IPOs tradicionais, por outro lado, os alvos cedem em grande parte o processo de avaliação aos subscritores, que solicitam e gerenciam diretamente os investidores em potencial. Outra vantagem importante é que os SPACs geralmente rendem avaliações mais altas do que os IPOs tradicionais, por vários motivos (tradução nossa).⁷⁵

⁷⁴FRITSCH, Winston. **SPAC: por que funciona, e o que está dando errado.** Disponível em: <https://braziljournal.com/spac-por-que-funciona-e-o-que-esta-dando-errado/>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

⁷⁵ Do original: “SPACs offer target companies specific advantages over other forms of funding and liquidity. Compared with traditional IPOs, SPACs often provide higher valuations, less dilution, greater speed to capital, more certainty and transparency, lower fees, and fewer regulatory demands. Take speed, for example. For targets, the entire SPAC process can take as little as three to five months, with the valuation set within the first month,

Apesar dos inegáveis benefícios oriundos do mecanismo SPAC, o investimento nessas companhias ainda deve ser considerado arriscado. Como mencionado anteriormente no presente trabalho, as SPACS compreendem, além dos tradicionais riscos observados em todas as companhias que abrem seu capital, uma série de riscos específicos que preocuparam diversas agências nacionais competentes ao redor do mundo, fato esse que, evidentemente, não foi diferente com a CVM.

Constituída em dezembro de 1976 pela Lei nº 6.385 de 1976, a Comissão de Valores Mobiliários tem o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. De acordo com o referido dispositivo legal, a instituição se trata de uma entidade autárquica em regime especial, dotada de personalidade jurídica, patrimônio próprios e autoridade administrativa independente.⁷⁶

Ressalta-se que a lei que criou a CVM também à atribuiu uma série de competências regulatórias, dentre as quais encontra-se o disposto em seu Artigo 1º, § 3º, inciso IV, que determina que a autarquia deve estabelecer “*padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões*”.

A Lei nº 6.385 de 1976 ainda afirma que as atribuições indicadas abaixo também são de competência da autarquia:

I - Regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; e V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

whereas traditional IPOs often take nine to 12 months, with little certainty about the valuation and the amount of capital raised until the end of the process. When it comes to valuation, SPACs again often offer more than traditional IPOs do. Several months prior to a merger, the parties in a SPAC, including the target, negotiate a capital commitment and a binding valuation (although the valuation is subject to approval by PIPE investors). In traditional IPOs, by contrast, targets largely cede the valuation process to the underwriters, who directly solicit and manage potential investors. Another important advantage is that SPACs often yield higher valuations than traditional IPOs do, for a variety of reasons”. BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. **SPACs: what you need to know**. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

⁷⁶BRASIL. **Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 11 fev. 2022.

O dispositivo legal indica, ainda, que as atribuições descritas acima serão realizadas pela CVM e pelo Conselho Monetário Nacional com as seguintes finalidades:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Nesse sentido, observa-se que, ao combinar ambos os referidos artigos, a CVM, com a finalidade proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado deve fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários e, também, a veiculação de informações relativas ao mercado em si, bem como aos seus participantes e aos valores negociados.

Cumpra salientar, também, que a autarquia regula o registro das ofertas de distribuição pública de valores mobiliários por intermédio da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Este procedimento de registro das ofertas, por sua vez, tem por finalidade assegurar a proteção dos interesses dos investidores e do mercado em geral, através do tratamento equitativo e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações a respeito da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da companhia emissora, do ofertante e das demais pessoas envolvidas.⁷⁷

Adicionalmente, a CVM também regulamenta as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, por intermédio da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Diferentemente das ofertas de distribuição pública regidas pela Instrução da CVM nº 400, as ofertas com esforços restritos são dotadas de menos requisitos burocráticos e são mais céleres, entretanto, elas deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais e poderão, de acordo com o artigo 15 da Instrução da CVM nº 476, ser negociadas entre investidores qualificados.

⁷⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

De acordo com a Resolução da CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, são considerados investidores profissionais:⁷⁸

I – Instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e VIII – investidores não residentes.

A mesma Resolução indicada no capítulo anterior também define os investidores qualificados da seguinte maneira:⁷⁹

I – Investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados

Ante o exposto, é natural que a regulação de um mecanismo de investimento de risco entre no escopo da CVM, o que foi evidenciado pela divulgação, no dia 10 de março de 2021, do Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21, a qual será analisada adiante.

Além dos riscos inerentes ao mecanismo SPAC, ainda existem outros pontos que devem ser considerados pela CVM no desenvolvimento de um arcabouço regulatório que regerá a constituição e o registro das ofertas de companhias SPAC no Brasil.

Primeiramente, vale destacar que o número de investidores pessoas físicas têm crescido de forma exponencial na B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão (“B3”). Segundo estudo realizado pela B3, nos 12 meses de 2021 foi registrado um aumento de 1,5 milhão de investidores pessoa física no mercado de capitais, representando um crescimento de 56% na comparação com

⁷⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 30**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

⁷⁹Ibid.

dezembro de 2020. Ressalta-se, ainda, que 32% desses investidores possuem algum produto de renda variável.⁸⁰

Diante das circunstâncias indicadas no parágrafo anterior, é evidente que os brasileiros se encontram cada vez mais expostos aos riscos oriundos do mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, cumpre ressaltar que, um estudo divulgado em 2016 pela S&P Ratings Services Global FinLit Survey indicou que o Brasil é apenas o 74º em ranking global de educação financeira, onde apenas 35% dos adultos brasileiros entrevistados souberam responder perguntas básicas sobre conceitos financeiros.⁸¹

Adicionalmente, vale ressaltar que o número de IPOs de empresas na B3 também tem aumentado de forma considerável. Segundo o banco de dados da Central de Sistemas da CVM, somando a quantidade de operações desta modalidade ocorridas nos anos de 2017, 2018 e 2019 (18), não é possível alcançar os números obtidos, individualmente, pelos anos de 2020 (28) ou de 2021 (30).⁸²

Por outro lado, o Brasil também figura em uma péssima colocação no Ranking “Doing Business” elaborado pelo Banco Mundial. Sob esse viés, irrompe também a necessidade de que as operações do mercado de capitais sejam o mais desburocratizadas possível, de modo que as companhias que buscam capitalizar por intermédio de suas frentes sintam-se encorajadas a enfrentar o complexo desafio de abrir seu capital, vender ações ou, até mesmo, emitir títulos de dívidas.⁸³

Nesse sentido, não há como negar que o mercado de capitais brasileiro vem crescendo e se consolidando dentro da vida dos cidadãos e da dinâmica econômica e financeira de parte das companhias brasileiras. Por conta disso, discutir formas de incrementar a proteção aos investidores – ainda mais levando em consideração o baixo nível de aplicação de matérias de educação financeira dentro das escolas brasileiras – sem prejudicar a celeridade das operações é vital para prolongar esta ascensão e torná-la segura para a população em geral.

⁸⁰B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm#:~:text=Retrato%20de%202021&text=O%20n%C3%BAmero%20total%20de%20pessoas,na%20compara%C3%A7%C3%A3o%20com%20dezembro%2F20. Acesso em: 11 fev. 2022

⁸¹S&P Global Finlit Survey. **GLFLEC**. Disponível em: <https://gflec.org/initiatives/sp-global-finlit-survey/>. Acesso em: 11 fev. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistemas CVM**. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/>. Acesso em: 11 fev. 2022.

⁸²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistemas CVM**. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/>. Acesso em: 11 fev. 2022.

⁸³BUSINESS Enabling Environment (BEE). **Banco Mundial**. Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/rankings>. Acesso em 07 de out. de 2021.

3.2 A Audiência Pública SDM nº 02/2021 e o guia das SPACs publicado pela B3

Conforme já citado no presente trabalho, a CVM publicou, no dia 10 de março de 2021, o Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21, o qual teve por finalidade submeter a audiência pública, nos termos do artigo 8º, § 3º, da Lei nº 6.385, de 7 de setembro de 1976, três minutas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A primeira minuta indica uma proposta de estabelecimento de um novo regime para ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e tem, nos seguintes pontos, seus principais aspectos e novidades:

- (i) A necessidade ou a dispensa de registro das ofertas junto à CVM, (ii) os ritos a serem seguidos para o registro das ofertas, (iii) as etapas necessárias para a condução da oferta e os deveres dos agentes envolvidos, e (iv) as informações a serem prestadas aos investidores, dentre outros aspectos.

A segunda minuta tem seu escopo compreendido no registro de intermediários de ofertas públicas. Segundo afirmado pela CVM no Edital, este tópico não é dotado de um arcabouço regulatório vigente e se justifica por conta da proposta de maior flexibilidade que é compreendida no Edital analisado. Caso seja aprovada, o registro seria, em alguns casos, dispensado de análise prévia por parte da CVM.

Por fim, a terceira minuta não tem uma finalidade específica como as outras duas, sendo proposta apenas para promover ajustes de redação em outras normas vigentes, harmonizando o arcabouço regulatório ao novo regime de ofertas públicas que foi proposto.

Pois bem. Conforme já indicado no presente trabalho, a CVM reconheceu, no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21, a popularidade das SPACS nos Estados Unidos da América e ressaltou seu especial interesse em receber comentários dos participantes do mercado a respeito de possíveis limitações ao público-alvo dessas ofertas, conforme indicado abaixo:

Um outro ponto, que não guarda relação com o antecedente, mas que também vem gerando debates produtivos na Autarquia e junto ao mercado se refere às ofertas públicas iniciais de ações das special-purpose acquisition companies – SPACs. Os IPOs de tais companhias, que se assemelham a companhias de investimento, vêm ganhando popularidade no mercado norte-americano e não são vedadas pela regulamentação brasileira. Foram realizados ajustes no campo de destinação de recursos para acomodar melhor esse tipo de oferta. Contudo, a CVM tem especial interesse em receber comentários do mercado acerca da eventual conveniência de se limitar o público-alvo de tais ofertas, no momento inicial, apenas a investidores qualificados. Isso se justificaria em virtude de uma potencial assimetria regulatória com os fundos de investimentos em participações – FIP, os quais, sob certos aspectos, poderiam eventualmente apresentar semelhanças no seu objeto com as SPACs. Nesse sentido, a CVM gostaria de colher opiniões sobre a possibilidade de que tais ações fossem destinadas inicialmente a investidores qualificados, podendo alcançar os investidores de varejo após o período de 18 meses.

Nesse sentido, vale destacar, primeiramente, que a CVM indicou a importância da popularidade das SPACS no mercado norte-americano e, também, reconheceu que não existem vedações à utilização do mecanismo no arcabouço regulatório ou na legislação brasileira, evidenciando, assim, um ponto positivo para as SPACS brasileiras.

Adicionalmente, a autarquia afirmou que, para acomodar melhor as ofertas de SPACS na jurisdição brasileira, foram realizados ajustes no campo de destinação de recursos. Diante disso, pode-se observar que a Minuta A indica em seu Anexo A, que indica o conteúdo de um prospecto aplicável à oferta pública inicial ou subsequente de distribuição de ações, que as seguintes informações a respeito da destinação dos recursos oriundos da oferta devem estar dispostas no prospecto:

3. Destinação de Recursos (somente aplicável à distribuição de valores mobiliários de emissão do próprio ofertante); 3.1 Exposição clara e objetiva do destino dos recursos provenientes da emissão, bem como seu impacto na situação patrimonial e nos resultados do emissor; 3.2 Se os recursos forem, direta ou indiretamente, utilizados na aquisição de ativos, à exceção daqueles adquiridos no curso regular dos negócios, descrição sumária desses ativos e seus custos, se tais ativos e seus custos já puderem ser identificados e divulgados. Se forem adquiridos de partes relacionadas, indicação de quem serão comprados e como o custo será determinado; 3.3. Se os recursos forem utilizados para adquirir outros negócios, descrição sumária desses negócios e o estágio das aquisições se tais negócios já puderem ser identificados e divulgados. Se forem adquiridos de partes relacionadas, indicação de quem serão comprados e como o custo será determinado; 3.4 Se parte significativa dos recursos for utilizada para abater dívidas, indicação da taxa de juros e prazo dessas dívidas e, para aquelas incorridas a partir do ano anterior, apresentar a destinação daqueles recursos, nos termos dos itens 3.2 e 3.3; 3.5 No caso de parte dos recursos serem destinados a pagamentos a serem efetuados a partes relacionadas ou a coordenadores da oferta, por conta de transações já realizadas ou cuja celebração seja esperada, indicação do montante e dos beneficiários do pagamento; 3.6 No caso de apenas parte dos recursos almejados com a oferta vir a ser obtida, especificação dos objetivos prioritários e se há outras formas de captação previstas para atingir todos os objetivos originais do ofertante; e 3.7 Outras fontes de recursos: se aplicável, especificação de outras fontes de recursos que terão destinação associada àquela relativa à distribuição pública.

A possibilidade de delimitação do público-alvo das ofertas públicas de companhias SPAC para, inicialmente, apenas investidores qualificados é outro importante ponto destacado pela CVM no Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21.

Vale destacar que, segundo o artigo 12 da Resolução da CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, são considerados investidores qualificados:⁸⁴

I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações

⁸⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 30**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Afirmado que a referida delimitação se justificaria por ocasião de uma potencial assimetria com os fundos de investimentos em participações – FIP, a CVM afirmou que gostaria de receber comentários dos participantes do mercado a respeito da possibilidade de uma destinação inicial aos investidores qualificados e de um alcance aos investidores de varejo apenas após o período de 18 (dezoito) meses.

Apesar do presente trabalho estar focado nos desafios enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários frente à regulação de companhias SPACS no Brasil, há que se considerar uma outra importante participante na dinâmica do mercado de capitais brasileiro, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão.

De acordo com seu website, dentro de suas atividades estão constituídas as seguintes:⁸⁵

As atividades incluem criação e administração de sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro para todas as principais classes de ativos, desde ações e títulos de renda fixa corporativa até derivativos de moedas, operações estruturadas e taxas de juro e de commodities. A B3 também opera como contraparte central garantidora para a maior parte das operações realizadas em seus mercados e oferta serviços de central depositária e de central de registro. Por meio da sua Infraestrutura para Financiamento, veículos e imóveis, a Companhia oferece produtos e serviços que suportam o processo de análise e aprovação de crédito em todo o território nacional, tornando o processo de financiamento mais ágil e seguro. No caso de financiamento de veículos, é líder na prestação de serviços de entrega eletrônica das informações exigidas para registro de contratos e anotações dos gravames junto aos órgãos de trânsito.

No dia 7 de abril de 2022, a B3 publicou o relatório “SPACS: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança – Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo”. Segundo o próprio documento, este teve as seguintes finalidades:⁸⁶

(i) Fornecer informações a respeito da regulamentação internacional; (ii) fomentar o debate no mercado local, viabilizando a estruturação de SPACs no Brasil de forma mais eficiente; (iii) evitar eventual aumento injustificado de custos de observância; (iv) garantir a proteção dos investidores; e (v) assegurar a integridade e higidez do mercado de valores mobiliários brasileiro.

No decorrer do documento, foram levantados aspectos elementares para o adequado funcionamento das SPACS, quais sejam: “(i) A específica destinação dos recursos captados

⁸⁵Ibid.

⁸⁶B3 lança guia sobre práticas internacionais e aspectos de governança das SPACs. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm. Acesso em 01 de fev. de 2022.

pela SPAC; (ii) Aprovação da combinação de negócios em AGE; (iii) Cláusulas estatutárias mínimas; (iv) Ressarcimento de investidores; e (v) Obrigações informacionais”.

Nesse sentido, vale ressaltar que os pontos indicados compreendem importantes aspectos que devem ser considerados no desenvolvimento de um arcabouço regulatório das companhias SPACS no Brasil.

CAPÍTULO IV – OS PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO DA CVM E OS PRINCIPAIS ASPECTOS QUE DEVEM SER CONSIDERADOS EM UMA PROPOSTA DE DIRETRIZES BÁSICAS PARA O DESENVOLVIMENTO DE UM ARCABOUÇO REGULATÓRIO PRÓPRIO PARA AS SPACS

Após a realização de uma abordagem acerca da trajetória e da estrutura das SPACS, da regulação internacional estabelecida frente ao mecanismo e, também, da atuação e participação da CVM e da B3 nesta dinâmica, faz-se necessário, para concluir o presente trabalho, o estabelecimento de uma proposta de diretrizes regulatórias básicas que tornem a utilização do mecanismo SPAC viável no Brasil, mas que, ao mesmo tempo, incrementem a transparência no *disclosure* das informações e, conseqüentemente, a proteção aos investidores.

Sendo assim, será realizada, no presente capítulo, uma abordagem a respeito dos principais fundamentos da regulação conferida por parte da Comissão de Valores Mobiliários e sobre quais são seus limites e princípios mais relevantes. Após o referido levantamento, um paralelo entre os princípios básicos da regulação com o “ecossistema” das SPACS será elaborado, enfatizando, assim, uma justificativa para o desenvolvimento de uma proposta de um arcabouço regulatório próprio ao mecanismo.

Por fim, levando em consideração os fundamentos básicos levantados na primeira parte do presente capítulo, bem como todo o esforço realizado ao longo deste trabalho e as manifestações já publicadas por parte das mais relevantes instituições brasileiras, será estabelecida uma proposta com diretrizes básicas a serem seguidas pelas companhias que desejam utilizar o mecanismo SPAC.

4.1 Os princípios básicos da regulação do mercado de capitais brasileiro

Conforme já mencionado no presente trabalho, a Comissão de Valores Mobiliários constitui *uma entidade autárquica, em regime especial, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários*.⁸⁷

Vale destacar que a CVM tem, em seu escopo, uma série de objetivos delimitados pela legislação. Dentre esses, os mais relevantes para a análise a ser realizada no presente capítulo são os seguintes:

⁸⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários brasileiro**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 11 fev. 2022, p. 58.

Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; regulamentar as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76 (Lei da Sociedade por Ações); e fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários

Levando em consideração o indicado acima, bem como o disposto no livro “Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro” publicado pela CVM com finalidade educacional, o mercado de valores mobiliários deve ser livre, competitivo, informado e, conseqüentemente, eficiente. Adicionalmente, deve ser conferida uma adequada proteção e harmonização dos interesses de seus participantes – sejam companhias, fundos de investimento, bancos coordenadores, gestores de carteira ou investidores.⁸⁸

É evidente, portanto, que o exercício da atividade regulatória da CVM tem por objetivo garantir os pontos citados anteriormente, promovendo, assim, um ambiente eficiente e seguro para os participantes do mercado de capitais brasileiro. O referido livro também enfatiza que a regulação da CVM leva em conta os seguintes fundamentos:

(i) Interesse Público: A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, baseada na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.; (ii) Confiabilidade: A existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositem no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar; (iii) Eficiência do Mercado: É característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto que se tem de observar e perseguir no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto ao interesse das companhias, quanto dos indivíduos que nelas investem, e será através da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional; (iv) Competitividade: A eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa e sadia minimiza a necessidade de regulação; e (v) Mercado Livre: A liberdade de atuação no mercado e de acesso a seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes,

⁸⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários brasileiro**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 11 fev. 2022, p. 63.

permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.

Nesse sentido, a atuação da CVM deve ser realizada com a finalidade de garantir seus objetivos fundamentados na lei e, evidentemente, respeitando os princípios de Interesse Público, Confiabilidade, Eficiência do Mercado, Competitividade e Mercado Livre.

4.2 Os principais aspectos que devem ser considerados no estabelecimento de uma proposta de diretrizes básicas de um arcabouço regulatório próprio para as SPACS

Conforme já mencionado anteriormente, as SPACS constituem mecanismos peculiares dentro da dinâmica do mercado de capitais brasileiro e, levando em consideração suas características, constituem um investimento de alto risco para os investidores.

Sendo assim, ao considerar o escopo e as finalidades da atuação da CVM, é evidente que se faz necessária a participação da autarquia nesse procedimento, atuando como agente regulador principal da atuação das companhias que pretendem utilizar o mecanismo SPAC, de seus *sponsors* e dos demais participantes da dinâmica.

Para adentrar na discussão a respeito dos principais aspectos que poderiam estar compreendidos em uma eventual proposta de diretrizes básicas para o desenvolvimento de uma regulação específica das SPACS, há que se mencionar a discussão que já foi levantada pela CVM no Edital de Audiência Pública nº 02/21, publicado em 10 de março de 2021.⁸⁹

Conforme indicado anteriormente, neste documento a CVM reconheceu a popularidade das SPACS nos Estados Unidos da América e indicou o interesse em receber comentários dos participantes do mercado a respeito de possíveis limitações ao público-alvo dessas ofertas, conforme indicado abaixo:

Um outro ponto, que não guarda relação com o antecedente, mas que também vem gerando debates produtivos na Autarquia e junto ao mercado se refere às ofertas públicas iniciais de ações das special-purpose acquisition companies – SPACs. Os IPOs de tais companhias, que se assemelham a companhias de investimento, vêm ganhando popularidade no mercado norte-americano e não são vedadas pela regulamentação brasileira. Foram realizados ajustes no campo de destinação de recursos para acomodar melhor esse tipo de oferta. Contudo, a CVM tem especial interesse em receber comentários do mercado acerca da eventual conveniência de se limitar o público-alvo de tais ofertas, no momento inicial, apenas a investidores qualificados. Isso se justificaria em virtude de uma potencial assimetria regulatória com os fundos de investimentos em participações – FIP, os quais, sob certos aspectos, poderiam eventualmente apresentar semelhanças no seu objeto com as SPACs. Nesse sentido, a CVM gostaria de colher opiniões sobre a possibilidade de que tais ações fossem

⁸⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Audiência Pública SDM 02/21**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em 01 de fev. de 2022.

destinadas inicialmente a investidores qualificados, podendo alcançar os investidores de varejo após o período de 18 meses.

Destaca-se, assim, que a complexidade do investimento em companhias que utilizam o mecanismo SPAC e os baixos índices de educação financeira observados na população brasileira resultariam em uma necessidade de limitar o público-alvo das ofertas públicas das SPACS, inicialmente, a investidores qualificados, alcançando os investidores de varejo apenas após um período de 18 meses.

Essa sugestão interage diretamente com o disposto na Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada, que afirma, em seu artigo 32-A, que *a primeira oferta pública registrada de ações emitidas por companhia em fase pré-operacional será distribuída exclusivamente para investidores qualificados*.⁹⁰

Adicionalmente, o parágrafo 1º do mesmo artigo afirma que, caso a negociação dos valores mobiliários emitidos seja realizada nos termos do *caput*, esta deve ser realizada, necessariamente, somente por investidores qualificados pelo prazo de 18 (dezoito) meses contado do encerramento da oferta.⁹¹

Ou seja, em um primeiro momento, os investidores individuais não poderiam adquirir as ações das companhias SPAC, sendo essas destinadas apenas aos seguintes investidores:

I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.⁹²

Entende-se, assim, que uma vez que os investidores qualificados dispõem de mais conhecimento e experiência que os investidores de varejo, estes necessitam de menos proteção por parte da CVM.

Diante disso, entende-se que a limitação inicial do público-alvo das ofertas de companhias SPAC seria interessante pelos seguintes motivos: (i) proteção aos investidores de varejo que, como demonstrado acima, são dotados de menos conhecimentos financeiros no Brasil; e (ii)

⁹⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

⁹¹Ibid.

⁹²Id. **Resolução 30**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

verificação do comportamento e volatilidade da ação da SPAC na bolsa de valores, conferindo maiores informações aos investidores de varejo após o período de 18 meses.

A disposição e utilização dos recursos obtidos na oferta é, evidentemente, outro ponto relevante que deve ser citado como ponto relevante em um eventual estabelecimento de proposta para o desenvolvimento de um arcabouço regulatório específico para as SPACS.

Vale destacar, nesse sentido, que a manutenção dos recursos obtidos na oferta em uma conta *escrow* com a liberação apenas após a conclusão da transação de-SPAC é prática comum no mercado de SPACS internacional.

Dito isso, a adoção desta prática resulta em um incremento na governança da SPAC objeto da oferta e, conseqüentemente, confere uma proteção mais robusta aos investidores que decidiram aportar seu capital na companhia em questão.

Sob outro viés, cumpre salientar que outro aspecto constantemente mencionado pelas autoridades nacionais competentes dos países analisados no capítulo II do presente trabalho diz respeito aos requisitos e exigências relacionados ao *disclosure* das informações relevantes na documentação da Oferta Pública Inicial das SPACS.

Utilizando como principal fundamento os pontos analisados no presente trabalho, entende-se que os seguintes pontos devem ser objetos de atenção na elaboração da documentação da Oferta Pública Inicial das SPACS e, conseqüentemente, de *disclosure*: (i) situações de conflito de interesses por parte dos *sponsors*, administradores e diretores da SPAC; (ii) possibilidade de liquidação da sociedade caso o prazo para realização da transação de-SPAC seja encerrado e o conseqüente ganho de influência de negociação por parte companhia *target* caso o referido prazo esteja próximo; (iii) diferenças entre os incentivos financeiros dos acionistas em geral e dos *sponsors*; (iv) o poder de controle, a composição do quadro societário da companhia SPAC e informações referentes à diluição dos acionistas no caso de resgate das ações ou aumento do capital social da SPAC; e (v) necessidade de financiamento adicional para que a SPAC conclua o procedimento de combinação de negócios.

Levando em consideração o indicado no parágrafo anterior e após toda a fundamentação realizada na legislação comparada, entende-se como relevante para o incremento da proteção aos investidores que a documentação da Oferta Pública Inicial da SPAC compreenda, ainda, informações adicionais sobre a atuação e histórico dos *sponsors*, bem como de eventuais conflitos de interesses adicionais e de fontes de diluição dos acionistas da companhia.

REFERÊNCIAS

ABOUT AFM. **AFM**. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/over-afm>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

ABOUT the FSMA. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/about-fsma>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm#:~:text=Retrato%20de%202021&text=O%20n%C3%BAmero%20total%20de%20pessoas,na%20compara%C3%A7%C3%A3o%20com%20dezembro%2F20. Acesso em: 11 fev. 2022.

B3 lança guia sobre práticas internacionais e aspectos de governança das SPACs. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm. Acesso em 01 de fev. de 2022.

BAZERMAN, Max; PATEL, Paresh. **SPACs: what you need to know**. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

EDWALDO TAVARES BORBA, José. **Direito Societário**. São Paulo: Atlas, 2018.

BRASIL. **Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 11 fev. 2022.

BUSINESS Enabling Environment (BEE). **Banco Mundial**. Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/rankings>. Acesso em 07 de out. de 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Audiência Pública SDM 02/21**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em 01 de fev. de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Audiência Pública SDM 02/21**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em 01 de fev. de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM 400**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários brasileiro**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf. Acesso em: 11 fev. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM 30**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 11 fev. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Sistemas CVM**. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/>. Acesso em: 11 fev. 2022.

ECFR. **Code of Federal Regulations**. Disponível em: [https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419\(a\)\(2\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230/subject-group-ECFR3ba3c08ffc29ca2/section-230.419#p-230.419(a)(2)). Acesso em 13 de fev. de 2022.

EIZIRIK, Nelson; et. al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. São Paulo: Quarter Latin, 2019.

ESMA in brief. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/about-esma/esma-in-brief>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

ESMA publishes disclosure and investor protection guidance on spacs. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>. Acesso em 1 de fev. de 2022.

FATO relevante. **Alvarez & Marsal**. Disponível em: <https://portal.mzgroup.com/fatosrelevantes/fato-relevante-139/>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

FRITSCH, Winston. **SPAC: por que funciona, e o que está dando errado**. Disponível em: <https://braziljournal.com/spac-por-que-funciona-e-o-que-esta-dando-errado/>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

GOLDMAN Sachs pauses work on new Spacs after SEC takes tougher stance. **Financial Times**. Disponível em: <https://www.ft.com/content/34d28d11-118f-41a1-9bc0-3ab9412d9b9f>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

HEREDIA, Tomás de; FERNANDEZ-GALIANO, Javier; GARCIA, Mayrin. **The SPACs boom**. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/xe/en/insights/industry/financial-services/spacs-in-europe.html>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

HISTÓRICO. **B3**. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/historico/>. Acesso em: 11 fev. 2022.

HOW special purpose acquisition companies (SPACs) work. **PWC**. Disponível em: <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/spac-merger.html>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

INSTITUCIONAL. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/. Acesso em: 11 fev. 2022.

KUNTHARA, Sophia. **Athletes and celebrities join the SPAC Boom, SEC takes notice**. Disponível em: <https://news.crunchbase.com/public/athletes-and-celebrities-join-the-spac-boom-sec-takes-notice/>. Acesso em 07 de fev. de 2022.

MIFID II. **Esma**. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/databases-library/interactive-single-rulebook/mifid-ii>. Acesso em 05 de fev. de 2022.

MINIMUM standards governing the structure of SPACs, the disclosure of information about SPAC shares and trading in those shares on Euronext Brussels. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/opinion/minimum-standards-governing-structure-spacs-disclosure-information-about-spac-shares-and>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

OUR missions. **AMF**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/amf/our-missions>. Acesso em 06 de fev. de 2022.

OUR strategy 2022 to 2025. **FCA**. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/about>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

PERES, Leonarugo Ugatti. **Conheça os SPACs, a solução para os tempos atuais no Brasil**. Disponível em: <https://exame.com/bussola/conheca-o-spacs-a-solucao-para-os-tempos-atuais-no-brasil/>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

REGULATION (EU) 2017/1129 of the european parliament and of the council. **Official Journal of the European Union**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

REIS, Tiago. **Bolsas europeias: quais as principais bolsas de valores da Europa?** Disponível em: <https://www.sun0.com.br/artigos/bolsas-europeias/>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

RUBISTEIN, Joel et al. **SEC propose rules to regulate SPACs**. Disponível em: <https://www.whitecase.com/publications/alert/sec-proposes-rules-regulate-spacs>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

S&P Global Finlit Survey. **GLFLEC**. Disponível em: <https://gflec.org/initiatives/sp-global-finlit-survey/>. Acesso em: 11 fev. 2022.

SCHENGEN borders code. **EUR-lex**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=LEGISSUM:114514>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

SEC: Securities and Exchange Commision. **History**. Disponível em: <https://www.history.com/topics/us-government/securities-and-exchange-commission>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **RIN 3235-AM90**. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf>. Acesso em 07 de fev. de 2022.

SHARE of traditional vs SPAC IPOs in the US 2016-2021. **Statista**. Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/1234111/number-traditional-spac-ipo-usa/#:~:text=Only%2038%20percent%20of%20IPOs,to%20further%20increase%20in%202021>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

SPAC IPO Transactions Statistics. **SPAC Insider**. Disponível em: <https://spacinsider.com/stats/>. Acesso em 01 de fev. de 2022. Acesso em 11 de fev. de 2022.

SPACS: Opportunities and Risks of a New Way of Going Public. **AMF**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/spacs-opportunities-and-risks-new-way-going-public>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

SPACs cross the Atlantic. **Baker McKenzie**. Disponível em: <https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2020/12/spacs-cross-the-atlantic.pdf>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

TEIXEIRA JUNIOR, Sergio. **SPACs**: o fenômeno do cheque em branco em Wall Street. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/spacs-o-fenomeno-do-cheque-em-branco-em-wall-street/>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

THE AMF at a glance. **AMF**. Disponível em: <https://www.amf-france.org/en/amf/presentation-amf/amf-glance>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

US CONGRESS. **S.647 - Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990**. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647#:~:text=Title%20V%3A%20Penny%20Stock%20Reform,authority%20by%20a%20specified%20deadline>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Special purpose acquisition companies**. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies>. Acesso em 11 de fev. de 2022.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What we do**. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/what-we-do>. Acesso em 02 de fev. de 2022.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin**. Disponível em: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

WE set out changes to our Listing Rules that apply to special purpose acquisition companies (SPACs). **FCA**. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps21-10-investor-protection-measures-spacs-listing-rules>. Acesso em 13 de fev. de 2022.

WHAT do we do? **AFM**. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/over-afm/werkzaamheden>. Acesso em 01 de fev. de 2022.

WHAT is the FSMA. **FSMA**. Disponível em: <https://www.fsma.be/en/what-fsma>. Acesso em 01 de fev. de 2022.