

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – PUC/SP
FACULDADE DE DIREITO

CAIO TRIPICCHIO DE ALMEIDA

*O TIPO SOCIETÁRIO ADEQUADO ÀS SPACS (SPECIAL PURPOSE ACQUISITION
COMPANIES) NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO*

SÃO PAULO

2022

CAIO TRIPICCHIO DE ALMEIDA

*O TIPO SOCIETÁRIO ADEQUADO ÀS SPACS (SPECIAL PURPOSE ACQUISITION
COMPANIES) NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO*

Trabalho de Graduação apresentado como
requisito para obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo.

ORIENTADOR(A): PROF.º FERNANDO DE OLIVEIRA MARQUES

RESUMO:

As SPACs (*Special Purpose Acquisition Companies*) são empresas que não possuem atividade própria e são constituídas com o objetivo de levantar capital, por meio da oferta pública de suas ações, para que, com os recursos captados, possa concluir seu objetivo, qual seja: a compra e combinação de negócios com o alvo definido pelo idealizador da SPAC após aprovado em assembleia geral. A referida entidade já existia no ordenamento jurídico americano desde o século passado, mas passou a ganhar relevante notoriedade em 2017 e, desde então, passou por seu ápice entre os anos de 2020 e 2021. A Comissão de Valores Mobiliários, em 2021, por meio da audiência pública SDM nº 02/21, dentre outros temas, questionou a possibilidade de tais entidades existirem no Brasil, sinalizando sua visão de que poderiam ser constituídas como Fundos de Investimento em Participações. O presente trabalho, utilizando-se majoritariamente de material estrangeiro publicado, analisa as principais características e particularidades das SPACs, fazendo um cotejo com os principais aspectos dos Fundos de Investimento em Participações, a fim de investigar e propor a forma mais adequada de constituição de tais entidades no Brasil. Após análises, concluiu-se que as SPACs devem ser constituídas sob a forma de sociedade empresária, tendo-se mostrado, para tanto, o tipo societário de Sociedade por Ação (Sociedade Anônima), regulada pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, como o mais adequado a endereçar satisfatoriamente as necessidades e particularidades das SPACs em nosso ordenamento, levando-se em conta a experiência e prática estrangeira.

PALAVRAS-CHAVE: SPAC. FIP. Sociedade por Ações. Sociedade Anônima. Audiência Pública SDM nº 02/21. CVM.

ABSTRACT

SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) are blank check and shell companies formed to raise capital through the initial public offering of its stocks, aiming at using the funds raised to acquire, and combine the business, with the target business defined by the sponsor, after the due shareholder's approval. The necessary legal framework to support such entities was already formed in the US since last century, but it began to gain relevant notoriety in 2017, and since then it has achieved its peak between 2020 and 2021. The Brazilian Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Moibliários – CVM*) initiated in 2021 the public hearing No. 02/21, in which, among other subjects, questioned about the possibility of forming SPACs in Brazil, having signalized its understanding that such entities could be constituted as an Equity Investment Fund (*Fundo de Investimento em Participações – FIPs*). This paper, based mostly in global published articles, analysis the main SPACs' characteristics and particularities comparing it with the main Equity Investment Fund's aspects, in order to investigate and propose the most appropriate form of forming a SPAC in Brazil. It was concluded that, within the Brazilian jurisdiction, SPACs should be organized as a business company, other than an investment fund, and among the corporate types, the most appropriate one is the Joint Stock Company (*Sociedade por Ações*), governed by Brazilian Law No. 6.404, of December 15th, 1976. Such corporate type showed to be the one that satisfactorily address the needs and particularities of a SPACs in the Brazilian legal framework, taking into account the American experience and practice.

KEY-WORDS: SPAC. FIP. Joint Stock Company. Corporation. Public Hearing No 02/21. CVM.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Demonstração gráfica da relação quantitativa e percentual entre IPOs de SPACs e Tradicionais nos Estados Unidos – de 2003 a novembro de 2022.....	18
Gráfico 2 – Demonstração gráfica da relação de volume captado em IPOs entre SPACs e IPOs Tradicionais nos Estados Unidos – de 2003 a novembro de 2022 em milhões.....	20
Gráfico 3 – Demonstração gráfica anual do percentual de volume captado em IPOs versus a quantidade de IPOs entre SPACs e IPOs tradicionais nos Estados Unidos – de 2003 a novembro de 2022.....	22

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidade anual de IPOs nos Estados Unidos entre SPACs e IPOs tradicionais – de 2003 a novembro de 2022.....	17
Tabela 2 – Volume anual de captação em IPOs nos Estados Unidos entre SPACs e IPOs tradicionais – de 2003 a novembro de 2022.....	19
Tabela 3 – Quantidade, volume anual de captação (em bilhões USD), e comparação percentual entre ambos, de IPOs nos Estados Unidos entre SPACs e IPOs tradicionais – de 2003 a novembro de 2022.....	21

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Art. – Artigo

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

BDR – Brazilian Depositary Receipts

CC – Código Civil de 2022 – Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIDC – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FII – Fundos de Investimento Imobiliário

FIP – Fundos de Investimento em Participações

ICVM – Instrução CVM

IN – Instrução Normativa

IPO – Initial Public Offering. Em português: Oferta Inicial de Ações

LSA – Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976

LLE – Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019

nº – Número

p. – Página

PIPE – Private Investment in Public Equity

S.A. – Sociedade Anônima

SEC – United States of America's Securities and Exchange Commission

SPAC – Special Purpose Acquisition Company

USD – Dólares dos Estados Unidos da América

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1. CONTEXTUALIZAÇÃO GERAL DAS SPACS	12
1.1. Definição	12
1.2. Um pouco de história.....	14
1.3. A grande expansão – Dados estatísticos quantitativos	15
<i>1.3.1. Total de IPOs.....</i>	<i>17</i>
<i>1.3.2. Total Captado.....</i>	<i>19</i>
<i>1.3.3. Dados Agrupados</i>	<i>21</i>
1.4. O ciclo de vida de uma SPAC	22
<i>1.4.1. Formação e IPO da SPAC</i>	<i>23</i>
<i>1.4.2. Pesquisa da empresa a ser adquirida</i>	<i>24</i>
<i>1.4.3. De-SPACing e Business Combination.....</i>	<i>25</i>
<i>1.4.4. PIPES.....</i>	<i>25</i>
<i>1.4.5. Aprovação dos acionistas e exercício do direito de resgate</i>	<i>27</i>
<i>1.4.6. Aquisição do alvo</i>	<i>28</i>
1.5. Conceitos importantes	29
<i>1.5.1. Sponsor.....</i>	<i>29</i>
<i>1.5.2. Units e Warrants.....</i>	<i>32</i>
<i>1.5.3. Trust Account.....</i>	<i>33</i>
2. DO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.....	35
2.1. Audiência Pública SDM 02/21 - CVM	35
2.2. Dos Fundos de Investimento	36
<i>2.2.1. Conceito e Natureza Jurídica.....</i>	<i>37</i>
<i>2.2.2. Objetivos, forma de captação, tipos e categorias</i>	<i>38</i>
<i>2.2.3. Da figura do gestor e do administrador.....</i>	<i>40</i>
2.3. Dos FIP – Fundos de Investimento em Participações.....	43

2.3.1.	<i>Definição, Conceito e Particularidades</i>	44
2.3.2.	<i>Investidores e formas de investimento, direito de resgate e prazo</i>	46
2.3.3.	<i>Financiamento à atividade empresarial e práticas de governança</i>	50
2.3.4.	<i>Classificação: CVM e ANBIMA</i>	53
2.3.5.	<i>Quadro Sinóptico – Principais diferenças entre SPACs e FIP</i>	56
3.	A FORMA ADEQUADA DE CONSTITUIÇÃO DE UMA SPAC NO BRASIL.....	57
3.1.	Da escolha entre FIP e empresa	57
3.2.	Da escolha do tipo societário	59
3.3.	O porquê da escolha por uma S.A.	60
4.	CONCLUSÃO	63
5.	BIBLIOGRAFIA	64

INTRODUÇÃO

Special Purpose Acquisition Companies (“SPAC”) é o nome – ainda sem tradução direta em português, mas que poderíamos traduzir como Sociedade de Aquisição de Propósito Específico – dado pelo mercado e regulamentação estrangeira às empresas sem atividade operacional própria, idealizada por um *sponsor* (figura a ser apresentada em seguida), que possuem como propósito levantar capital na bolsa de valores para adquirir uma ou mais sociedades operacionais.

A doutrina e discussões em âmbito nacional quanto a matéria ainda são escassas, sendo que as principais abordagens se dão entre os principais *players* do mercado financeiro e de capitais, como a Brasil, Bolsa, Balcão (B3),¹ Comissão de Valores Mobiliários (CVM),² Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA),³ bancos, fundos de investimentos, escritórios de advocacia especializados entre outras entidades.

Mas ainda assim, as tratativas em âmbito nacional mostram-se bastante embrionárias quando comparamos com mercados mais desenvolvidos, como Estados Unidos⁴, Reino Unido⁵ e Singapura⁶, que já possuem regulamentação própria sobre a matéria.

Apesar disso, a maioria das pesquisas em âmbito internacional envolvendo as SPACs são focadas em análises quantitativas, como quanto ao volume levantado e transacionado, quantidade de SPACs abertas ou liquidadas, acordos celebrados, operações realizadas entre outros fatores.

Vemos assim, que embora o tema seja de significativa relevância para a modernização do mercado financeiro e de capitais brasileiro, ainda possuímos uma grande lacuna de debates e análises acadêmicas, que demandam maior atenção da esfera jurídica.

Por ser um tema complexo e de grande abrangência – ao passo que acomoda uma série de questões de direito comercial, principalmente quanto à atividade empresarial, relações societárias e com investidores, processo de abertura de capital, estudo de viabilidade,

¹ https://www.b3.com.br/pt_br/

² <https://www.gov.br/cvm/pt-br>

³ https://www.anbima.com.br/pt_br/pagina-inicial.htm

⁴ NASDAQ. Initial Listing Guide. Disponível em: <<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>> e Rule IM-5101-2. Disponível em: <<https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5100-series>>

⁵ FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (FCA). Listing Rule 5.6.18AG(3). Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/5/6.html>>

⁶ SINGAPORE EXCHANGE (SGX). Additional requirements to SPACs. Rule 625. Disponível em: <<http://rulebook.sgx.com/rulebook/625-0>> e Minimum Securities Participation Disponível em: <<http://rulebook.sgx.com/node/4870/revisions/26282/view>>

demonstrações financeiras, tipos de ações negociadas, direito de retirada e resgate e entre outras abordagens – há muito o que pode ser estudado, mapeado e discutido, por isso, o presente trabalho limitar-se-á à análise quanto ao estudo do tipo societário mais adequado que tais entidades – diga-se de passagem, ainda não reguladas no mercado brasileiro, mas que este, por sua vez, não veda a sua existência – poderiam assumir se constituídas no Brasil.

Ou seja, se necessariamente deverão ser constituídas como uma sociedade empresária e, se sim, qual o tipo societário mais adequado, ou se podem ser constituídas como um fundo de investimento, neste caso, como um Fundo de Investimento em Participações (FIP), um tipo específico de fundo de investimento a ser estudado adiante.

Anteriormente à prospecção de recursos no mercado por meio da abertura de capital de uma SPAC, ela deve, evidentemente, ser constituída. Sendo uma SPAC ou não, sabemos que a escolha do tipo societário para constituição de uma empresa – quando já não pré-definido por lei – traz um profundo impacto nas relações jurídicas desta, principalmente no que se refere às questões societárias, de responsabilidade dos sócios, captação de recursos dentre diversos outros aspectos.

Daí a importância do escopo de estudo do presente trabalho, já que será analisado qual o tipo societário mais adequado para se dar o primeiro passo no projeto de uma SPAC: a sua constituição.

Ao longo do trabalho, abordaremos: (i) os principais pontos envolvendo as SPACs, como sua definição, propósito, atividade, características e ciclo de vida; (ii) principais estatísticas mais recentes das SPACs; (iii) discussões na CVM: a Audiência Pública SDM 02/21; (iv) o que são fundos de investimento e o que é um FIP; (v) as diferenças do FIP para as SPACs; (vi) qual a melhor forma de constituição de uma SPAC; (vii) conclusões.

1. CONTEXTUALIZAÇÃO GERAL DAS SPACS

1.1. Definição

Como mencionado anteriormente, as SPACs podem ser entendidas como empresas sem atividade operacional própria, idealizada por um *sponsor* (figura a ser apresentada em seguida), que possuem como propósito levantar capital na bolsa de valores para adquirir uma ou mais sociedades operacionais. Por isso, são também chamadas de “companhias cheque em branco” (*blank-check companies*).

Podemos ver definições similares em materiais estrangeiros, tais como:

Diferentemente das empresas operacionais que se tornam de negociação pública por meio de um IPO tradicional⁷, uma SPAC é uma *shell company*⁸ quando abrem seu capital. Isso significa que elas não possuem ativos ou atividade operacional subjacente que não dinheiro e investimentos limitados, incluindo àqueles recursos do IPO. (tradução nossa)⁹

SPACs são empresas constituídas para levantar capital por meio de uma Oferta Pública Inicial (IPO) com o objetivo de utilizar os recursos para adquirir um ou mais negócios ou ativos não especificados a serem identificados após o IPO. (tradução nossa)¹⁰

⁷ Um IPO tradicional pode ser entendido como aquele em que uma empresa inicia e desenvolve sua atividade até determinado ponto de crescimento e escalabilidade em que possui os recursos e estrutura necessária para o processo de IPO. Com o IPO, as empresas buscam levantar capital publicamente, tornando-se uma empresa pública com títulos listados em bolsa (tradução nossa). “*Traditionally, a company starts and develops a business. Eventually, that company may grow to a scale that it determines that it has the resources and structures in place for the IPO process as well as the subsequent SEC reporting requirements and elects to seek to raise capital in the public markets, thereby becoming a public company. Public companies may list their securities on an Exchange.*”. U.S. SEC. What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin, 2021.

⁸ De acordo com a Rule 144(i)(1), uma *shell company* é uma empresa que não possui operações ou operações nominais, e não possui ativos ou ativos nominais, ou ativos que consistam exclusivamente em caixa ou equivalentes de caixa, ou ativos que consistam em qualquer montante de caixa e equivalentes de caixa e outros ativos nominais. Não estando capturadas pelo conceito de empresas em estágio de desenvolvimento que buscam a concretização de um plano de negócios, não incluindo aquisições de outros negócios não identificados. (tradução nossa). “*Rule 144(i)(1) defines a shell company as a company that has: (A) No or nominal operations; and (B) either: 1. No or nominal assets; 2. Assets consisting solely of cash and cash equivalents; or 3. Assets consisting of any amount of cash and cash equivalents and nominal other assets. Shell companies do not include development stage companies pursuing an identified actual business plan (not including acquisitions of other, unidentified businesses) [...]*”. U.S. SEC. Definition and Explanation of “Shell Company”. Rule 144 Solution. Disponível em: <<https://www.rule144solution.com/definition-of-a-shell-company/>>

⁹ “*Unlike an operating company that becomes public through a traditional IPO, however, a SPAC is a shell company when it becomes public. This means that it does not have an underlying operating business and does not have assets other than cash and limited investments, including the proceeds from the IPO.*”. U.S. SEC. What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin, 2021.

¹⁰ “*Special Purpose Acquisition Companies (“SPACs”) are companies formed to raise capital in an initial public offering (“IPO”) with the purpose of using the proceeds to acquire one or more unspecified businesses or assets to be identified after the IPO.*”. LAYNE, Ramey; LENAHAN, Brenda. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, 2018.

Uma SPAC é uma *shell company* de capital aberto sem operações ou ativos, cujo único propósito é se fundir com uma companhia operacional alvo. (tradução nossa)¹¹

SPACs são companhias cheques em branco que captam recursos de investidores por meio de Oferta Pública Inicial de ações ou *warrants*¹², com o propósito de comprar uma empresa privada. As SPACs não possuem ativos ou planos de negócio e seu único intuito é adquirir um negócio operacional. (tradução nossa)¹³

As SPACs são “reservatórios” de capital levantado publicamente com o único propósito de se fundir com uma empresa operacional. (tradução nossa)¹⁴

Em discussões iniciais no Brasil, algumas entidades definem as SPACs da seguinte forma:

Em linhas gerais, uma SPAC é identificada como um veículo inicialmente sem operações próprias, com o propósito específico de levantar recursos por meio de um IPO e utilizá-los na aquisição futura de negócio ou ativo (o chamado *business combination*, realizado no âmbito de uma operação de “de-SPAC”). Como resultado da combinação de negócios, a entidade sobrevivente é sociedade operacional com seus papéis listados em bolsa.¹⁵

As SPACs são companhias abertas sem operação própria que têm como único objetivo adquirir uma sociedade operacional dentro de um prazo pré-determinado (geralmente de 18 a 24 meses contados do encerramento da oferta).¹⁶

Diante das definições acima e da experiência internacional na matéria, podemos propor uma definição preliminar para as SPACs no seguinte sentido: SPACs – *Special Purpose Acquisition Companies*, são companhias de capital aberto que, diferentemente de *Initial Public Offerings* (IPO) tradicionais, não possuem ativos ou atividade operacional anterior subjacente, e cujo único propósito é captar recursos de investidores, por meio de um IPO, para adquirirem futuramente negócios ou ativos privados, a serem identificados após o IPO.

¹¹ “A SPAC, or a Special Purpose Acquisition Company, is a publicly-traded shell company with no operations or assets, which exists for the sole purpose of merging with a target operating company.”. CREDIT SUISSE. Making Waves: the evolution of SPACs, p. 03, 2020.

¹² Vide, capítulo 1.5.2.

¹³ “Special purpose acquisition companies (SPACs) are blank-check companies that raise funds from investors through a public offering of shares and warrants (known as a Unit IPO) for the purpose of buying a private firm. SPACs have no assets or business plan and their only intent is to acquire an operational business.”. COLLINS, Matt. Fordham Business Student Research Journal. Special Purpose Acquisition Companies. 2012, p. 02.

¹⁴ “Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) are publicly traded pools of capital that have been raised for the sole purpose of merging with an operating company.”. BERGER, Robert. Journal of Applied Corporate Finance. SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets, p. 68-75, 2008.

¹⁵ ANBIMA. Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, p. 113, 2021.

¹⁶ B3. Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21, p. 10, 2021.

1.2. Um pouco de história

Embora o material histórico sobre as SPACs seja escasso, é sabido que quando elas primeiro surgiram no mercado norte americano em meados da década de 1980 como “*companhias cheque em branco*”, devido à falta de regulamentação, estavam constantemente associadas a atividades fraudulentas, como aqueles envolvendo *penny stock*.^{17 18}

Devido aos avultantes prejuízos a que os investidores estavam expostos e haviam sofrido, a reação dos participantes do mercado levou a reformas que transformaram o produto ao longo dos anos. O Congresso dos Estados Unidos passou a editar normas de forma a regulamentar tal mercado e trazer mais proteção aos investidores, exigindo, por exemplo, que os recursos provenientes dos IPOs de tais companhias fossem mantidos em contas garantia reguladas e impedindo seu uso até que as fusões ocorressem (CREDIT SUISSE, 2020).

O *Penny Stock Reform Act* de 1990¹⁹ é tido como a principal mudança jurídica regulatória no mercado americano visando frear as fraudes envolvendo as *penny stocks*, que em sua maioria se davam através das *blank check companies*. A referida reforma modificou a seção 7 (sete) do *Securities Act*²⁰ incumbindo a *Securities and Exchange Commission (SEC)*²¹ à elaboração de regras especiais para pedidos de registro de IPOs de empresas cheque em branco. Em resposta, a *SEC* publicou a *Rule 419*, que regulava ofertas públicas de *blank check companies*.²²

¹⁷ BAZERMAN, Max H; PATEL, Paresh. Harvard Business Review. SPACs: What You Need to Know, 2021. Disponível em: <<https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>>

¹⁸ “*Penny Stock*” ou “Ações de centavos” em uma tradução direta, são ações ordinárias de empresas negociadas por menos de 1 dólar, via de regra, fora do mercado de bolsa organizado. Uma série de fraudes envolvendo as referidas ações já foram alvo de investigação, tais como o “*Pump and Dump*” e “*Poop and Scoop*”. Na primeira, um grupo que detém grande quantidade dessas ações começa a espalhar notícias falsas extremamente positivas sobre a empresa, manipulando o mercado com a intenção de valorizá-la para vender as ações depois. Na segunda a manipulação é oposta, ou seja, disseminam notícias falsas extremamente negativas, vendendo as ações a descoberto, lucrando com a queda nos preços.

¹⁹ *Penny Stock Reform Act*. Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>>

²⁰ O *Securities Act* de 1933, principal legislação americana criada para proteção dos investidores após a crise de 1929 possui dois principais objetivos: (i) garantir transparência nas informações financeiras divulgadas pelas empresas com ações negociadas publicamente, para que os investidores possam tomar decisões de investimento; e (ii) proibir declarações falsas e outras atividades fraudulentas no mercado de valores mobiliários. O documento pode ser acessado em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>>

²¹ A *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)*, é a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América, que possui como missão proteger investidores, manter condições justas, ordenadas e eficientes de mercado e facilitar a formação de capital, buscando promover um ambiente de mercado digno da confiança do público. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about.shtml>>

²² GREENSPAN, Ross. Money for Nothing, Shares for Free – A Brief History of the SPAC, p. 9 e 10, 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832710>

Com a construção desta nova estrutura regulatória, no início dos anos 2000 (e posteriores), o produto foi completamente redesenhado e, agora, provendo mais segurança aos investidores e ao mercado, as SPACs estavam prontas para servirem de base à estruturação de investimentos e operações em larga escala.

Porém, não foi o que foi visto. Nas décadas seguintes a maioria das empresas e investidores buscavam IPOs tradicionais e as SPACs eram utilizadas por segmentos bastante específicos, em que escritórios de advocacia boutiques, auditores, e bancos de investimentos apoiavam grupos de patrocinadores que careciam, em grande parte, de treinamento e experiência em investimentos, tanto públicos quanto privados, de primeira linha. Eles tendiam assim a se concentrarem em empresas em dificuldade ou indústrias de nicho que refletiam oportunidades de investimentos para o período (MAX H. BAZERMAN; PARESH PATEL, 2021).

Cenário este que passou a mudar em 2015, quando investidores mais sêniores e reconhecidos, além grandes bancos de investimentos e escritórios de advocacias passaram a se interessar, a buscar e a utilizar as SPACs, tendo o primeiro grande marco ocorrido em um ano significativo da história recente da humanidade: 2020, o primeiro ano da pandemia.

1.3. A grande expansão – Dados estatísticos quantitativos

Apesar da longa existência das SPACs no mercado, a grande e real mudança no cenário de tais companhias veio em 2020, quando, de fato, investidores mais sêniores passaram a lançar SPACs em números e volume bastante expressivos. *Hedge funds*²³ bastante consolidados no mercado, *venture firms*²⁴, empresas de capital privado e altos executivos passaram a ser atraídos para as SPCAs por uma série de fatores.

Dentre eles, podemos destacar um excesso de caixa e liquidez no mercado, a proliferação de *start-ups* buscando crescimento e, evidentemente, alterações regulatórias que padronizaram a sistemática das SPACs.

²³ “*Hedge funds*”, significa “fundo de cobertura”, sendo “fundo multimercado” sua denominação mais comum. Se tratam de uma categoria dentro dos Fundos Imobiliários (FIIs) e buscam investimentos mais diversificados, com mais flexibilidade na alocação de seu patrimônio, para trazer mais rentabilidade aos seus cotistas, e são destinados ao público em geral, alcançando, portanto, os investidores de varejo. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/fundos-imobiliarios/relatorios/hedge-funds-fiis-live/>>

²⁴ “*Venture firms*” ou “*venture capital*”, que pode ser traduzido como “capital de risco”, são entidades que investem em empresas de pequeno e médio porte, mas com potencial de crescimento e escalabilidade, injetando recursos na organização para ajudá-la a se desenvolver e profissionalizar a sua gestão. Um exemplo são os FIPs, que serão melhor estudados adiante.

Apenas para se ter uma ideia do dramático e desenfreado crescimento das SPACs em 2020, em termos de volume, entre 2017 e 2019, a média de movimentação foi de 2 (dois) bilhões de dólares-americanos (USD) por ano, cerca de USD 10 bilhões em 2017, USD 10,8 bilhões em 2018 e USD 13,6 bilhões em 2019.

Porém, apenas no terceiro trimestre de 2020 o volume total foi de USD 33 bilhões, cerca de duas vezes e meia do que todo o ano de 2019. O ano de 2020 encerrou com um total de 248 IPOs de SPACs, que correspondeu a 55% (cinquenta e cinco por cento) do total de IPOs nos Estados Unidos e uma captação de cerca de USD 83,4 bilhões, valor este que seria praticamente dobrado em 2021, quando as SPACs captaram cerca de USD 162,5 bilhões em 613 IPOs, que juntos corresponderam a 63% (sessenta e três por cento) de todos os IPOs realizados nos Estado Unidos naquele ano e quase 50% (cinquenta por cento) de todo o volume captado em IPOs.

Abaixo os dados estatísticos históricos das SPACs apresentam este crescimento e os comparam com o total de IPOs e o volume de captação por estes gerado nos Estado Unidos de 2003 até 05 de novembro de 2022.²⁵

²⁵ Fonte: SPAC Analytics. Disponível em <<https://www.spacanalytics.com/>>

1.3.1. Total de IPOs

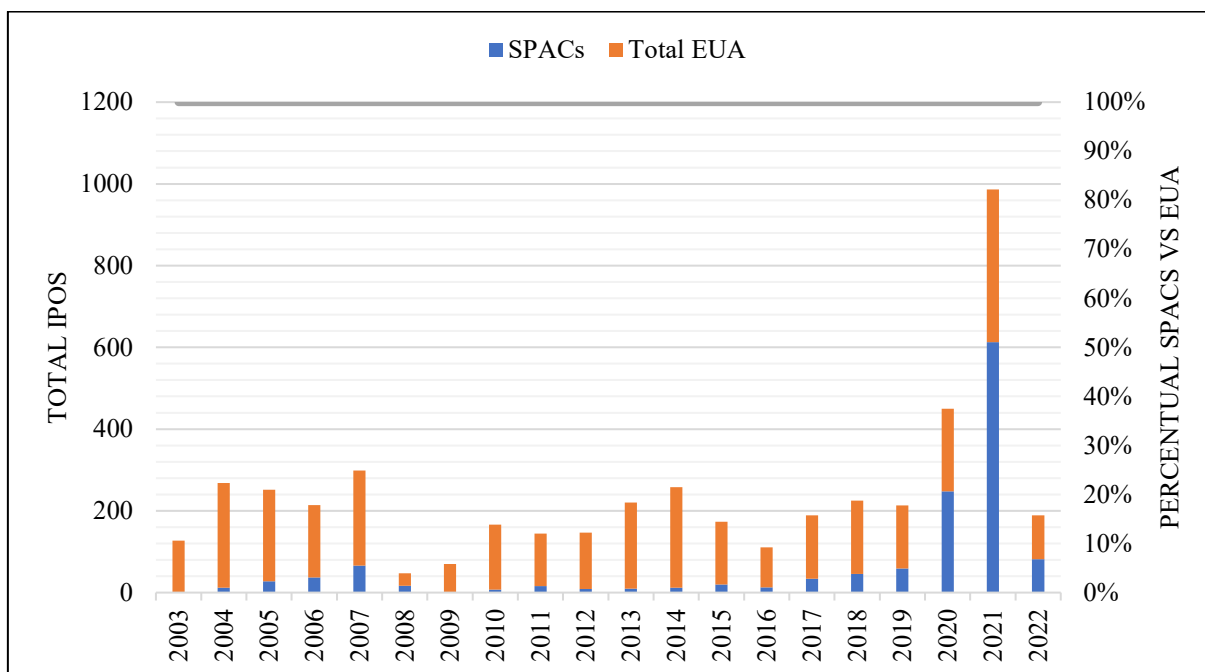
Tabela 1 – Quantidade anual de IPOs nos Estados Unidos entre SPACs e IPOs tradicionais – de 2003 a novembro de 2022

Ano	SPACs	EUA	Percentual SPACs (%)
2022	82	107	76,64%
2021	613	986	62,17%
2020	248	450	55,11%
2019	59	213	27,70%
2018	46	225	20,44%
2017	34	189	17,99%
2016	13	111	11,71%
2015	20	173	11,56%
2014	12	258	4,65%
2013	10	220	4,55%
2012	9	147	6,12%
2011	16	144	11,11%
2010	7	166	4,22%
2009	1	70	1,43%
2008	17	47	36,17%
2007	66	299	22,07%
2006	37	214	17,29%
2005	28	252	11,11%
2004	12	268	4,48%
2003	1	127	0,79%

Fonte: Adaptação de *SPAC Analytics*²⁶

²⁶ *Idem.*

Gráfico 1 – Demonstração gráfica da relação quantitativa e percentual entre IPOs de SPACs e Tradicionais nos Estados Unidos – de 2003 a novembro de 2022



Fonte: Elaboração própria com em dados disponíveis em *SPAC Analytics*²⁷

²⁷ *Idem.*

1.3.2. Total Captado

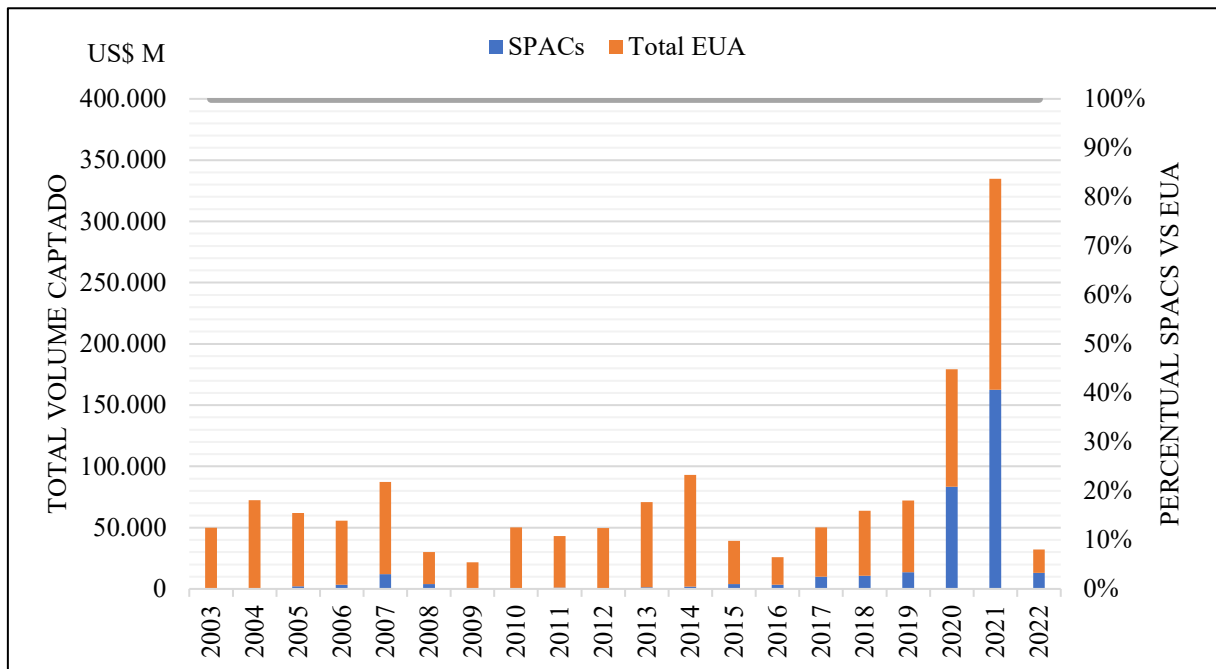
Tabela 2 – Volume anual de captação em IPOs nos Estados Unidos entre SPACs e IPOs tradicionais – de 2003 a novembro de 2022

Ano	SPACs (valores em bilhões USD)	EUA (valores em bilhões USD)	Percentual SPACs (%)
2022	13.115	19.175	68,40%
2021	162.504	334.651	48,56%
2020	83.386	179.389	46,48%
2019	13.600	72.200	18,84%
2018	10.750	63.890	16,83%
2017	10.048	50.268	19,99%
2016	3.499	25.779	13,57%
2015	3.902	39.232	9,95%
2014	1.750	93.040	1,88%
2013	1.447	70.777	2,04%
2012	0.490	50.131	0,98%
2011	1.110	43.240	2,57%
2010	0.503	50.583	0,99%
2009	0.036	21.676	0,17%
2008	3.842	30.092	12,77%
2007	12.094	87.204	13,87%
2006	3.384	55.754	6,07%
2005	2.113	61.893	3,41%
2004	0.485	72.865	0,67%
2003	0.024	49.954	0,05%

Fonte: *SPAC Analytics*²⁸

²⁸ *Idem.*

Gráfico 2 – Demonstração gráfica da relação de volume captado em IPOs entre SPACs e IPOs Tradicionais nos Estados Unidos – de 2003 a novembro de 2022 em milhões (USD)



Fonte: Gráfico gerado a partir dos dados disponíveis em *SPAC Analytics*²⁹

²⁹ *Idem.*

1.3.3. Dados Agrupados

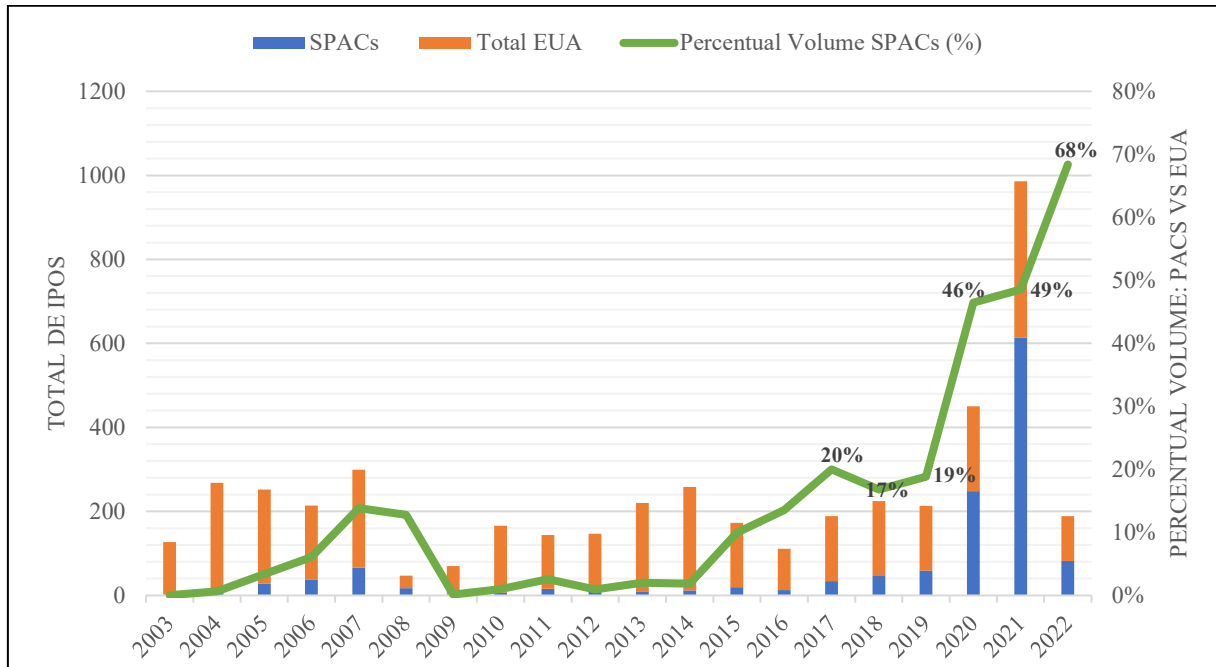
Tabela 3 – Quantidade, volume anual de captação (em bilhões USD), e comparação percentual entre ambos, de IPOs nos Estados Unidos entre SPACs e IPOs tradicionais – de 2003 a novembro de 2022

Ano	Total de IPOs		Percentual SPACs (%)	Total captado (valores em bilhões USD)		Percentual SPACs (%)
	SPACs	EUA		SPACs	EUA	
2022	82	107	76,64%	13.115	19.175	68,40%
2021	613	986	62,17%	162.504	334.651	48,56%
2020	248	450	55,11%	83.386	179.389	46,48%
2019	59	213	27,70%	13.600	72.200	18,84%
2018	46	225	20,44%	10.750	63.890	16,83%
2017	34	189	17,99%	10.048	50.268	19,99%
2016	13	111	11,71%	3.499	25.779	13,57%
2015	20	173	11,56%	3.902	39.232	9,95%
2014	12	258	4,65%	1.750	93.040	1,88%
2013	10	220	4,55%	1.447	70.777	2,04%
2012	9	147	6,12%	0.490	50.131	0,98%
2011	16	144	11,11%	1.110	43.240	2,57%
2010	7	166	4,22%	0.503	50.583	0,99%
2009	1	70	1,43%	0.036	21.676	0,17%
2008	17	47	36,17%	3.842	30.092	12,77%
2007	66	299	22,07%	12.094	87.204	13,87%
2006	37	214	17,29%	3.384	55.754	6,07%
2005	28	252	11,11%	2.113	61.893	3,41%
2004	12	268	4,48%	0.485	72.865	0,67%
2003	1	127	0,79%	0.024	49.954	0,05%

Fonte: Gráfico gerado a partir dos dados disponíveis em *SPAC Analytics*³⁰

³⁰ *Idem.*

Gráfico 3 – Demonstração gráfica anual do percentual de volume captado em IPOs versus a quantidade de IPOs entre SPACs e IPOs tradicionais nos Estados Unidos – de 2003 a novembro de 2022



Fonte: Gráfico gerado a partir dos dados disponíveis em *SPAC Analytics*³¹

O Gráfico 3 apresenta a quantidade de IPOs realizados ao longo dos anos nos Estados Unidos, separando-os entre IPOs de SPACs (em azul) e não-SPACs (Total EUA, em laranja) nas colunas. A linha verde demonstra, percentualmente, o quanto destes valores representam a captação total das SPACs em relação à captação total de todos os IPOs daquele ano nos EUA.

1.4. O ciclo de vida de uma SPAC

Outro aspecto importante para a devida contextualização das SPACs é entendermos o seu ciclo de vida, que basicamente possui as seguintes fases a serem detalhadas em seguida: (i) Formação da SPAC e seu IPO; (ii) pesquisa e definição da empresa ou ativo alvo; (iii) aprovação dos acionistas ou regaste dos valores aportados; (iv) aquisição da empresa ou ativo alvo.

³¹ *Idem.*

1.4.1. Formação e IPO da SPAC

O(s) *sponsor(s)*³², que podem ser, desde outras pessoas jurídicas a altos executivos, investidores profissionais, ou ambos, decide(m) por constituir uma SPAC. Após (ou simultaneamente) cumprirem com os requisitos constitutivos darão entrada na documentação exigida para o processo de IPO a fim de cumprimento dos requisitos regulatórios.

O mais comum é que a SPAC seja constituída na forma de uma *Delaware Corporation*³³, porém, mais recentemente elas têm sido constituídas em outras jurisdições, como nas Ilhas Cayman (principalmente), ou nas Ilhas Virgens Britânicas, ou ainda nas Ilhas Marshall. Ora, se a SPAC está pretendendo buscar por uma empresa ou ativo alvo que não esteja localizado nos Estados Unidos, o fato de ter sido constituída fora desta jurisdição pode oferecer vantagens para os desdobramentos pós processo de combinação de negócios, ainda que os recursos para tanto sejam prospectados em território americano. Ou ainda, a SPAC poderá alterar seu domicílio para os Estados Unidos se o alvo adquirido estiver lá localizado (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018). Evidentemente que diferenças regulatórias e legais – como impostos incidentes e mudanças nas relações societárias – deverão ser levadas em conta no processo decisório.

No que refere ao cumprimento dos requerimentos para o IPO, tal etapa é relativamente mais simples e mais rápida do que em um IPO tradicional, principalmente porque estamos tratando do IPO de uma *shell company*, sem uma estrutura operacional, cujo valor será aproximadamente equivalente ao valor líquido captado no IPO.

Os fundadores da SPAC então, no meio tempo, farão apresentações sobre o projeto com o intuito de atrair investidores institucionais³⁴ para levantar capital. Tão logo esta etapa esteja concluída a SPAC emitirá *units*³⁵ aos investidores, que tipicamente custam USD 10,00.

³² Vide capítulo 1.5.1.

³³ Vide capítulo 3.2.

³⁴ Investidor institucional significa qualquer companhia de seguros, bancos comerciais e de investimento, empresas de investimento, fundos de investimento, gestores de fundos de investimentos, associações de poupança e empréstimo, cooperativas de crédito, assessor de investimentos autorizado, fundos de pensão, “compradores institucional qualificado” (conforme termo definido na *Rule 144(A), Securities Act*) ou “*accredited investor*” (conforme termo definido na *Regulation D, Securities Act*). (tradução nossa). “*Institutional Investor means any insurance company, commercial, investment or merchant bank, finance company, mutual fund, registered money or asset manager, savings and loan association, credit union, registered investment advisor, pension fund, investment company, licensed broker or dealer, “qualified institutional buyer” (as such term is defined under Rule 144A promulgated under the Securities Act) or “accredited investor” (as such term is defined in Regulation D promulgated under the Securities Act).*”. LAW INSIDER. Dictionary. Institutional Investor (n.d.). Disponível em: <<https://www.lawinsider.com/dictionary/institutional-investor>>

³⁵ Vide capítulo 1.5.2.

Tão logo este processo inicial de venda das *units* seja finalizado, a SPAC vai a público por meio do IPO na bolsa de valores e suas ações serão negociadas como a de qualquer outra companhia de capital aberto e, assim como tais, o nome das suas ações estarão vinculados com o nome da própria SPAC. É nesta etapa que os demais investidores (*retail investors*, ou investidores de varejo)³⁶ do mercado, não apenas os institucionais, conseguirão negociar as ações das SPACs, enquanto a futura aquisição ou fusão com a empresa ou ativo alvo ainda é desconhecida.

Os recursos captados por meio da venda de tais *units* e das ações no IPO serão depositados em uma *trust account*³⁷, e somente poderão ser movimentados até que a operação *De-SPAC* seja aprovada, ou até que a SPAC seja liquidada. Importante destacar que a liquidação de uma SPAC ocorre quando esta não completa seu objetivo dentro do prazo, ou seja, quando ela não adquire a empresa ou ativo alvo, neste caso os valores levantados, acrescidos de juros, serão devolvidos aos investidores.

Cada ação da SPAC vem acompanhada do direito ao resgate, permitindo aos investidores o retorno de seus investimentos, acrescidos de juros. Tal direito pode ser exercido caso eles não concordem com a empresa ou ativo alvo selecionado pelos fundadores.

1.4.2. Pesquisa da empresa a ser adquirida

Após o IPO da SPAC, o(s) *sponsor(s)* inicia(m) o processo de pesquisa da empresa ou ativo a ser adquirido com o capital arrecadado. Não há restrições quanto ao tipo de empresa ou ativo que uma SPAC pode adquirir, apesar disso, a maioria já destaca um setor alvo antes do IPO. Em geral, empresas privadas são os alvos das SPACs, mas há alguns casos em que SPACs adquiririam um segmento específico de uma empresa (CREDIT SUISSE, 2020).

As SPACs possuem apenas entre 18 e 24 meses para identificar e adquirir a empresa ou ativo alvo, a menos que a seu prazo seja estendido (até 3 anos). Caso contrário, a SPAC será liquidada e os recursos captados serão devolvidos aos investidores, acrescidos de juros (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Este período limitado acaba criando um senso de urgência nos *sponsors* em identificarem e adquirirem o alvo em potencial. Ao contrário do que ocorre em um processo tradicional de fusão e aquisição (mais comumente denominado *M&A*, acrônimo da expressão em inglês *Mergers and Acquisitions*), em que as partes não possuem este limite temporal para a

³⁶ Vide nota 74 de rodapé.

³⁷ Vide capítulo 1.5.3.

completar a aquisição ou fusão com o alvo. Tal fator pode beneficiar os alvos de SPACs, já que em razão do tempo e capital levantado podem ter a negociação ligeiramente a seu favor.

Em reforço a esta característica, a SPAC não pode identificar um alvo para aquisição anteriormente ao IPO. Tanto o é, que a própria *SEC* exige que a SPAC inclua em seu prospecto de IPO declarações no sentido de que ela não possui nenhuma empresa ou ativo alvo em consideração, bem como seus diretores e conselheiros também não possuem, individualmente, qualquer alvo sob análise e que não tiveram qualquer discussão sobre alvos potenciais entre si ou com terceiros (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Se houver manifestação de interesse não solicitada de alvos em potencial, a SPAC, seus diretores e conselheiros, devem recusar a oferta, respondendo no sentido de que não avaliarão nenhum alvo em potencial até após o IPO. Isso se deve ao fato de que se a SPAC tiver um alvo específico sob consideração anteriormente e ao tempo do IPO, muito provavelmente informações detalhadas sobre este seriam requeridas para registro do IPO e para as demonstrações financeiras da SPAC. Conseqüentemente atrasando o IPO da SPAC, tornando seu processo formal e materialmente semelhante a um IPO tradicional (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

1.4.3. *De-SPACing e Business Combination*

Uma vez identificada a empresa ou ativo alvo, o processo denominado “*De-SPACing*” inicia. Tal etapa, por sua vez, é a mais importante e intensa do ciclo de vida de uma SPAC, afinal se trata da negociação entre o(s) *sponsor(s)* da SPAC e a empresa alvo quanto ao valor, estrutura e termos da operação.

Uma vez aprovado pelos acionistas, após tendo sido satisfeitas as demais condições especificadas no acordo de aquisição ou fusão e, após a realização dos financiamentos adicionais, a combinação dos negócios (*business combination*) entre a SPAC e a empresa alvo será consumada no processo denominado “operação *De-SPAC*” (*De-SPAC transaction*).³⁸

1.4.4. *PIPEs*

Normalmente os recursos captados com todo o processo de IPO – incluindo a venda inicial das *units* – representam de 25% (vinte e cinco por cento) a 35% (trinta e cinco por cento)

³⁸ CBINSIGHTS. Research Report. What is a SPAC? 2022. Disponível em: <<https://www.cbinsights.com/research/report/what-is-a-spac/>>

do montante necessário para aquisição ou fusão com a empresa alvo selecionada. Ou seja, ainda que não seja uma etapa obrigatória no ciclo de vida de uma SPAC – caso esta adquira no IPO a totalidade dos recursos necessários para a aquisição da empresa ou ativo alvo – ela em geral acontece, dada a necessidade da SPAC se financiar para completar o seu propósito.

Desta forma, após a SPAC e o respectivo alvo terem concordado quanto aos termos, estrutura e valor da operação, a SPAC poderá novamente ir a mercado para levantar capital adicional para completar a aquisição ou fusão, o que, via de regra, se dá por meio de *PIPEs* (*Private Investment in Public Equity*).

Os *PIPEs* oferecem aos investidores institucionais – que podem ser os mesmos que participaram do processo da SPAC ou não – uma oportunidade de maior valorização e, conseqüentemente, maior exposição de seu capital dado que estão comprando capital adicional de uma SPAC.

Em troca de tal aporte, os investidores *PIPE* pagarão um preço fixo com significativo desconto sobre o valor das ações da SPAC negociadas no mercado. Ou seja, esta modalidade de financiamento se dá com a aquisição de parte do capital do SPAC em virtude da compra de suas ações por tais investidores a um valor inferior àquele que é negociado no mercado.³⁹ Em um PIPE típico, a SPAC emitirá novas ações e as alienará a tais investidores em um processo de aporte apartado.⁴⁰

Por outro lado, o direito de resgate não acompanha as ações adquiridas por tais investidores, diferentemente dos investimentos feitos no processo de IPO da SPAC. A lógica por trás disso é que como esses investimentos são feitos após a escolha e negociação da operação com a empresa alvo, há um menor nível de incerteza sobre o investimento a ser feito e, conseqüentemente, aferição mais precisa dos riscos. Diferentemente daqueles que investiram na SPAC durante seu processo de IPO (ou ainda anteriormente a este, no caso daqueles que compraram as *units*), quando se quer havia definição do alvo.

³⁹ ALLEN&OVERY. The role of Private Investment in Public Equity (PIPE) in financing SPACs business combinations, 2021. Disponível em: <<https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/publications/the-role-of-private-investment-in-public-equity-pipe-in-financing-spacs-business-combinations>>

⁴⁰ ANBIMA. Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, p. 117, 2021

1.4.5. Aprovação dos acionistas e exercício do direito de resgate

Como visto anteriormente, a aquisição ou fusão a ser feita pela SPAC – de acordo com a pesquisa e seleção da empresa ou ativo alvo feita pelo(s) *sponsor(s)* – deve ser submetida à aprovação dos acionistas, que decidirão pela aprovação ou não da operação.

Embora seja uma etapa que enfrenta poucos percalços, considerando as recorrentes e constantes aprovações nas assembleias das SPACs, há importantes observações a serem destacadas, tanto com relação à aprovação dos acionistas em si quanto com relação ao direito de resgate das ações.

A apresentação da combinação dos negócios para votação dos acionistas é feita seguindo às regras do *proxy statement* exigido pela SEC, por meio do qual a SPAC vai destacar informações relevantes da empresa ou ativo alvo.⁴¹ Porém, apesar de ser a generalidade dos casos, em algumas situações “a combinação dos negócios não necessariamente passa pela aprovação dos acionistas, podendo ser aprovada pelo conselho de administração da SPAC.”⁴²

Em algumas situações específicas, as regras que regulam as SPACs nem sempre exigem a aprovação dos acionistas para a combinação dos negócios. Mas a estrutura da operação *De-SPAC*, como por exemplo, se esta não sobreviver ao processo de fusão, ou se em decorrência deste tiver um novo domicílio em outra jurisdição, a aprovação pelos acionistas será obrigatória. Ainda, se mais de 20% do capital votante do SPAC estiver sendo emitido na operação *De-SPAC*, como para investidores *PIPE* ou para a combinação dos negócios, o voto dos acionistas também será obrigatório (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Por sua vez, no que se refere ao resgate de ações, este não está vinculado ao voto. Ou seja, o voto e o exercício do direito de resgate não são mutuamente excludentes, de forma que o acionista pode votar pela aprovação da operação (fusão ou aquisição com/do alvo) e simultaneamente optar pelo resgate de suas ações, recuperando seu investimento inicial.

Chris Weekes⁴³ em entrevista à Cowen Inc.⁴⁴ em 26 de fevereiro de 2020 destacou:

A mais notável alteração estrutural foi a bifurcação do voto e do direito de resgate. Nas antigas SPACs, o voto e o direito de resgate estavam atados um ao outro, o que dificultou a aprovação de muitos negócios. Antes de serem separados os investidores poderiam acumular grandes posições e impactar o resultado de uma potencial fusão. Isso não existe mais.

⁴¹ ANBIMA. Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, p. 118, 2021

⁴² B3. Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21, p. 15, 2021.

⁴³ Bio de Chris Weekes disponível em: <<https://www.cowen.com/profile/chris-weekes/>>

⁴⁴ <<https://www.cowen.com/>>

Agora, você pode votar “sim” para aprovar a operação ainda que você queria resgatar as suas ações em dinheiro. Você também pode segurar o seu *warrant*, que somente terá valor se a operação for fechada. Como resultado, o voto se tornou superficial. Virtualmente todos votam “sim”. A maioria das fusões avança. (tradução nossa)⁴⁵

Caso a operação não seja aprovada, ou se sua execução não for possível em virtude de um maciço exercício de direito de resgate, a SPAC poderá pesquisar e analisar outra empresa ou ativo alvo, desde que dentro do prazo determinado no IPO, o qual, geralmente será entre 18 e 24 meses, mas poderá ser estendido até 36 meses, como visto. Não cumprido este prazo (ou antes disso, a depender da situação), a SPAC entrará em liquidação e os recursos captados retornarão aos investidores, acrescidos de juros.

1.4.6. Aquisição do alvo

Vencida a etapa anterior de aprovação dos acionistas e, também estando a operação em conformidade regulatória após autorização das autoridades competentes, a SPAC fará a combinação dos negócios, se fundindo ou adquirindo a empresa ou ativo alvo.

Se for um processo de fusão (mais comum), a SPAC se adere às regras *proxy* de fusão e assim poderá incluir as projeções financeiras da empresa alvo aos materiais a serem apresentados a potenciais investidores (como os *PIPEs*).

Uma vez que os negócios tenham sido combinados, a SPAC mudará o seu nome e, conseqüentemente, o código de suas ações negociadas em bolsa, refletindo a do negócio alvo adquirido (ou o novo nome estabelecido) e, com isso, o processo de *De-Spacing* estará completo. Após a combinação, as ações serão negociadas livremente, assim como as de qualquer outra empresa de capital aberto. Desta forma, observamos que a combinação dos negócios com uma SPAC é uma maneira de uma empresa se tornar uma empresa de capital aberto (*public traded company*) sem ter que passar por um processo de IPO tradicional. Afinal, após finalizado o processo de *De-Spacing*, por ser a SPAC uma empresa de capital aberto com negociação de ações em bolsa, a empresa adquirida também o será.

⁴⁵ “The most notable structural change has been the bifurcation of the vote and the redemption right. In the earlier SPACs, the vote and the redemption right were tied to each other so many deals struggled to receive approval. Before they were separated, investors could amass large positions and impact the outcome of a potential merger. This doesn’t exist anymore. Now, you can vote “yes” to approve a deal even if you want to redeem your shares for cash. You can also hold onto your warrant, which will only have value if a deal closes. As a result, the vote has become perfunctory. Virtually everyone votes “yes.” Most mergers go forward.”. COWEN. SPACs Now Part Of Conversation With Most Companies Seeking Public Listing: SPAC Roundtable Serie, 2020. Disponível em: <<http://www.cowen.com/insights/spacs-now-part-of-conversation-with-most-companies-seeking-public-listing/>>

É válido mencionar que, embora não haja um tamanho máximo, há um tamanho mínimo do alvo a ser adquirido. Dentre as regras que regulam as SPAC e, por conseguinte, a operação *De-SPAC*, é requerido que esta última ocorra com um ou mais negócios ou ativos alvo que, em conjunto, possuam um valor agregado de mercado de pelo menos 80% (oitenta por cento) dos valores mantidos na *trust account*⁴⁶ ao tempo da assinatura do acordo da operação.

A prática no mercado americano tem mostrado que tipicamente as SPACs combinam seus negócios com alvos que são duas ou três vezes o seu tamanho, principalmente como forma de diluir o impacto dos 20% (vinte por cento) das *founder shares*⁴⁷.

1.5. Conceitos importantes

1.5.1. Sponsor

Uma figura muito mencionada e pouco detalhada anteriormente é a do *Sponsor*. Alguns materiais nacionais definem e conceituam o *sponsor* da seguinte forma:

O patrocinador (ou *sponsor*) é a pessoa física ou jurídica responsável por empreender a SPAC e conduzir o processo de combinação de negócios, sob a forma de acionista (controlador ou não) ou administrador da SPAC.⁴⁸

Nesse contexto, a figura do *sponsor* é essencial. Além da própria idealização da SPAC, suas funções são centrais para o atingimento dos objetivos da SPAC, em especial o custeamento das despesas da oferta e das despesas iniciais da companhia, a busca por oportunidades de negócios, a avaliação das empresas elegíveis, a escolha da *target* e a negociação dos termos da possível aquisição. Os *sponsors* normalmente são participantes do mercado com reputação e expertise reconhecidas, investidores de sucesso e/ou celebridades.⁴⁹

No modelo tradicional extraído da experiência norte-americana, a SPAC é respaldada pelo chamado *sponsor*. O *sponsor* não apenas aparece como fundador e patrocinador da SPAC, mas atua como líder do projeto, engajando investidores durante o processo da oferta e, depois do IPO, coordenando as discussões em busca de uma empresa-alvo (“*target*”) para combinação de negócios. O *sponsor* é também o investidor que com seu investimento inicial assume risco e injeta na companhia os recursos iniciais necessários para sua subsistência até a sua listagem em bolsa e, uma vez captados os recursos em bolsa, até o momento da combinação de negócios, período durante o qual os valores investidos pelo mercado permanecem segregados em conta *escrow* à espera e para uso exclusivo na aquisição do *target*.⁵⁰

⁴⁶ Vide capítulo 1.5.3.

⁴⁷ Vide capítulo 1.5.1.

⁴⁸ B3. SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo, p. 3, 2022.

⁴⁹ B3. Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21, p. 11, 2021.

⁵⁰ ANBIMA. Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, p. 115, 2021.

Temos assim que o *sponsor*, que pode ser uma pessoa física ou jurídica, é o idealizador do projeto da SPAC, responsável pela pesquisa da empresa ou ativo alvo e pelo processo de combinação dos negócios.

Na prática americana, o *sponsor* em geral é uma *Limited Liability Company (LLC)*⁵¹ formada exclusivamente com o propósito de patrocinar (*sponsoring*) uma SPAC. Na maioria dos casos são constituídas por fundos de investimento privado ou equipes de gestores independentes com expertise de mercado (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Consequentemente a tais responsabilidades, o *sponsor* acaba arcando com os custos iniciais para operacionalização da SPAC: como capital de giro, despesas para o IPO e outros encargos relacionados à constituição, organização e funcionamento da SPAC.

Para tanto, a SPAC e o *sponsor* celebrarão um contrato por meio do qual este fornecerá espaço de escritório, serviços, suporte técnico e administrativo, e demais materiais necessários em troca de uma taxa mensal que tipicamente é fixada em USD 10.000,00 (dez mil dólares).

Porém, evidentemente que o *sponsor* deve ter ao menos uma promessa de recompensa que o estimule a assumir todos estes riscos e custos iniciais da SPAC, além de ser suficiente para o engajar na pesquisa do alvo e realização de uma combinação de negócios lucrativa para a SPAC. E de fato há. Anteriormente ao IPO, e ainda a venda das *units*, o *sponsor* comprará – via aporte que usualmente gira em torno de USD 25.000,00 (vinte e cinco mil dólares) – o correspondente a, na prática, 20% (vinte por cento) do total das ações da SPAC. As ações representativas de tal percentual são denominadas de *founder's shares* (ou “ações do fundador” em uma tradução direta) ou também *promote* (mais comum), e serão adquiridas via um *Securities Purchase Agreement* (ou “Contrato de Compra e Venda de Valores Mobiliários”, em uma tradução direta):

O *sponsor* e a SPAC celebraram um contrato de compra e venda de valores mobiliários estabelecendo a venda ao *sponsor* das ações do fundador por um montante de USD 25.000,00. (tradução nossa)⁵²

Tais *founder's shares* se convertem automaticamente em ações públicas no momento da operação *De-SPAC*. Ou seja, as *founder's shares* servem na verdade como a remuneração

⁵¹ Significa empresa de responsabilidade limitada.

⁵² “The sponsor and the SPAC enter into a securities purchase agreement providing for the issuance to the sponsor of the founder shares for \$25,000”. LAYNE, Ramey; LENAHAN, Brenda. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction, 2018.

do *sponsor* pela tomada de risco inicial e operacionalização da SPAC, como bem podemos perceber pela passagem abaixo:

Encerrado o processo de combinação de negócios com a target, é entregue ao *sponsor* a sua remuneração, que, no modelo dos EUA, consiste em 20% do capital social da SPAC. Nos EUA, o pagamento ocorre por meio da conversão das *founder shares* em ações comuns, na referida proporção.⁵³

De outro modo, se for o caso de liquidação da SPAC, as *founder's shares* simplesmente expiram sem valor. Isto porque, além de funcionar como um motivo adicional para o *sponsor* se dedicar à pesquisa do alvo e combinação dos negócios, tanto o *sponsor* quanto os diretores renunciam ao direito de resgate de suas ações ou de quaisquer ações de circulação pública da SPAC que eles venham a adquirir, justamente para que permaneçam investidos na SPAC até a conclusão da operação *De-SPAC* ou até a sua liquidação (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

É natural que em um processo de SPAC haja um grande nível de confiança dos acionistas e investidores no *sponsor* para liderar a SPAC, pesquisar por um alvo rentável e negociar um bom processo de combinação de negócios. Porém, para mitigar os riscos de uma eventual aquisição que não atenda aos melhores interesses dos acionistas – desalinhando os interesses destes com o da SPAC e do *sponsor* – além da possibilidade de resgate das ações por parte dos acionistas, as regras americanas preveem uma série de outros mecanismos de governança, bem sintetizados pela B3:

Adicionalmente, outros mecanismos de governança utilizados nos EUA para mitigar o desalinhamento entre o *sponsor* e os demais acionistas, diz respeito a (i) aprovação da combinação de negócios pela maioria dos conselheiros independentes da SPAC; (ii) instalação de comitê de auditoria composto apenas por conselheiros independentes, responsável inclusive por revisar e aprovar transações com partes relacionadas; (iii) elaboração de código de conduta endereçando especialmente questões de conflito de interesses; (iv) submissão de questionário específico sobre transações entre partes relacionadas aos administradores; (v) evitar que a combinação de negócios seja realizada com sociedade ligada ao *sponsor*, administradores ou suas afiliadas, exceto se respaldado por avaliação conduzida por um banco de investimento independente ou por auditor independente, atestando que a combinação de negócios ocorre em parâmetros equitativos; e (vi) fixação de prazos de lock-up para as ações recebidas em decorrência da remuneração pelo *sponsor*.⁵⁴

⁵³ B3. Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21, p. 16, 2021.

⁵⁴ *Idem*, p. 17.

1.5.2. *Units e Warrants*

Como vimos anteriormente, as *units* fazem parte do ciclo de vida de uma SPAC e nada mais são do que um título de valor mobiliário que combina outros valores mobiliários em um único título. Ou seja, uma *unit* é a combinação de pelo menos dois valores mobiliários que serão vendidos em um único pacote como um terceiro título. É o que extraímos da definição abaixo:

A *unit* é uma combinação de valores mobiliários negociados em um único pacote. Por exemplo, uma ação ordinária e um *warrant* podem ser negociados como um único título por meio de uma *unit*. (tradução nossa)⁵⁵

No processo de captação de recursos de uma SPAC, a regra é que as *units* sejam de fato compostas por uma ação ordinária e um *warrant*. Este, por sua vez e, resumidamente, nada mais é do que valor mobiliário que garante ao seu possuidor o direito de subscrever uma ação no futuro.⁵⁶

Tipicamente uma *unit* conterá uma fração de um *warrant* que permitirá a subscrição de parcela de uma ação.⁵⁷ Mais recentemente, nas estruturas de IPO das SPACs, vem sendo comum que as *units* sejam compostas por uma ação ordinária e metade de um *warrant*, embora em IPOs maiores tenha-se visto um terço de *warrant* integrando uma *unit*. Em todos os casos, apenas um *warrant* inteiro é passível de ser exercível (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Os *warrants* se tornam exercíveis dentro de 30 dias após a conclusão da operação *De-SPAC* ou após completados 12 (doze) meses do IPO da SPAC, o que ocorrer por último, sendo que seu preço de exercício será de USD 11,50 por *warrant* completo – 15% (quinze por cento) a mais do que o valor fixo das *units*. O exercício será feito em dinheiro, ou seja, os investidores que possuem um *warrant* deverão entregar USD 11,50 em dinheiro em troca de uma ação ordinária.

Tais termos e condições dos *warrants* estarão previstos no *warrant agreement* que poderá ser alterado mediante aprovação de pelo menos metade dos titulares de *warrants*. O

⁵⁵ “A combination of securities that is traded as a single package. For example, a share of common stock and a warrant may be traded as a unit. Also called unit.”. SCOTT, David L. Wall Street Words. An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor, 2003. Ed.: Houghton Mifflin Company. Units (n.d.). Disponível em: <<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/unit+share>>

⁵⁶ B3. Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21, p. 13, 2021.

⁵⁷ Na regulação americana é possível comprar uma fração de uma ação, o que se denomina “*Fraction Shares*” ou “Ações Fracionárias” em uma tradução direta. Como o próprio nome sugere, correspondem a uma parte menor de uma ação inteira. Disponível em: <<https://www.forbes.com/advisor/investing/fractional-shares/>>

referido acordo também contém a obrigação das SPACs efetuarem o registro das ações emitidas em decorrência do exercício dos *warrants* (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Após o IPO, as *units*, os *warrants* inteiros (e não fracionários) e as ações tornam-se títulos separáveis de forma que cada um poderá ser negociado separada e individualmente na bolsa.

Importante destacar que o direito de resgate não se aplica aos *warrants*, eles continuarão em circulação independentemente de a ação originalmente a ele atrelada ter sido resgatada ou não, ou até que sejam exercidos ou de outra forma cancelados ou trocados de acordo com os termos do *warrant agreement*. Se estivermos diante de uma situação de liquidação da SPAC, além dos efeitos aqui já tratados, os *warrants* irão simplesmente expirar sem valor.

1.5.3. *Trust Account*

Conforme pontuado anteriormente, os recursos captados com a venda das *units* e com o processo de IPO serão depositados em uma conta apartada: a *trust account*. Tais recursos não poderão ser movimentados até que transação da SPAC seja aprovada ou até que a SPAC seja liquidada. Via de regra, esses valores serão investidos em títulos públicos de curto prazo, como Títulos do Tesouro dos Estados Unidos (*U.S Treasury Securities*) (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

Ou seja, os recursos depositados na referida *trust account* somente serão liberados para: (i) financiar a combinação dos negócios, após aprovação da operação *De-SPAC*; (ii) custear os exercícios do direito de resgate das ações; e (iii) cobrir despesas adicionais da transação e capital de giro após a combinação dos negócios, caso sobrem valores.

Para tanto a SPAC deve celebrar um *trust agreement* com um *trustee*, o qual possui uma responsabilidade fiduciária em administrar os recursos depositados em nome do beneficiário (no caso, a SPAC) e garantir que os recursos somente sejam liberados após o cumprimento dos termos e de acordo com as condições do *trust agreement* (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

É comum que o referido contrato permita saques dos juros auferidos sobre os fundos mantidos na conta para financiamento de algumas despesas e pagamento de impostos (como o imposto de renda), em alguns casos o *trust agreement* permite a retirada de uma quantidade limitada a USD 750.000,00 (setecentos e cinquenta mil dólares) de juros para capital de giro da SPAC (REMAEY LAYNE; BRENDA LENAHAN, 2018).

O *trustee*, mencionado anteriormente, pode ser definido como:

1. Um indivíduo ou companhia que administra fiduciariamente e, em nome do beneficiário, os recursos depositados.
 2. De forma geral, qualquer indivíduo ou empresa que administre ativos em nome de terceiro. Por exemplo, um banco pode contratar um *trustee* para distribuir os recursos de um mútuo ao mutuário.
- Em ambos os casos, o *trustee* possui a responsabilidade fiduciária de agir em nome do beneficiário ou cliente, e não em seus próprios interesses. (tradução nossa)⁵⁸

Não possuímos a figura do *trustee* no ordenamento jurídico brasileiro, o que mais se aproxima em nossa regulamentação seria a conta-caução, ou conta garantia, ou ainda conta vinculada, comumente denominada como conta *escrow*.⁵⁹

⁵⁸ “1. *The individual or company who manages assets in a trust on behalf of the beneficiary.* 2. *More generally, any individual or company who manages assets on behalf of another. For example, a bank may hire a trustee to distribute funds from a loan to the borrower. In both cases, the trustee has a fiduciary responsibility to act on behalf of the beneficiary or client, rather than in his/her own interests.*”. FARLEX. Financial Dictionary, 2022. Trustee. (n.d.). Disponível em: <<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/trustee>>

⁵⁹ B3. Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21, p. 13 – 14, 2021.

2. DO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

2.1. Audiência Pública SDM 02/21 - CVM

Isto posto, após observadas as principais características de uma SPAC, cabe-nos refletir se o ordenamento jurídico brasileiro é capaz de acomodar uma empresa desta natureza que tanto movimentou o mercado de capitais americano nos últimos anos.

Há inúmeros aspectos jurídicos a serem considerados, desde o tipo societário mais adequado, até prazo de existência, direito de retirada de sócios, resgate ou reembolso de ações, exercício de opções, demonstrações financeiras, formulário de referência, investidores autorizados a aportar recursos entre outros aspectos envolvendo principalmente o processo e requisitos para um IPO. Mas, como mencionado anteriormente, nos ateremos ao primeiro aspecto envolvendo o tipo societário adequado.

No que se refere a este ponto especificamente, a própria CVM já manifestou preocupação no edital da audiência pública SDM nº 02/21, aberta em 10 de março de 2021 com prazo para manifestações até 8 de julho 2021. A referida audiência tinha como principal objetivo colher manifestações do mercado para modificação e atualização das regras relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.⁶⁰

Resumidamente, a audiência foi dividida em três minutas. A Minuta A – principal das três – objetivava definir um novo regime para ofertas públicas de valores mobiliários, cobrindo aspectos como a dispensa de registro das ofertas junto à CVM, ritos mais flexíveis para registro de ofertas, deveres dos agentes envolvidos, prospectos e informações a serem apresentadas aos investidores entre outros.

Por sua vez a Minuta B tratava do registro de intermediários de ofertas públicas, com vista a dar maior flexibilidade para o regime de oferta públicas, dispensando, em alguns casos, a análise prévia da CVM. Ao passo que a Minuta C limitava-se a promover ajustes redacionais em normas vigentes, harmonizando-as ao novo regime de ofertas públicas proposto. Como resultado da referida audiência pública, a CVM editou e, em 13 de julho de 2022 publicou, as Resoluções 160, 161 e 162 que juntas integram o novo marco regulatório de oferta pública no Brasil.

⁶⁰ Edital disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>

Ao final da apresentação dos principais aspectos da Minuta A no edital da referida audiência, a Autarquia fez o seguinte apontamento:

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. (grifo nosso)⁶¹

Vê-se neste trecho três pontos relevantes sobre as SPACs levantados pela CVM. O primeiro deles diz respeito a não vedação na regulamentação brasileira a tais empresas. O segundo, a preocupação da Autarquia em restringir o público-alvo de ofertas desta natureza a investidores qualificados.⁶² O terceiro, uma possível assimetria regulatória com os FIP – Fundos de Investimento em Participações, que em certos aspectos se assemelham com as SPACs. Ou seja, percebemos que a CVM considerava submeter as SPACs ao regime dos FIP devido às semelhanças em seus objetos, de forma que estas seriam constituídas como um fundo e não como uma empresa, o que esvaziaria a discussão quanto ao melhor tipo societário aplicável às SPACs, já que se constituídas como FIP seriam condomínios e não empresas, como veremos a seguir.

2.2. Dos Fundos de Investimento

Antes de adentrarmos na discussão quanto a adequação de se constituir uma SPAC sob o regime de um FIP, é importante entendermos, ainda que resumidamente, o que é um fundo

⁶¹ CVM. Edital de Audiência Pública SDM Nº 02/21, p. 22 – 23, 2021.

⁶² Com relação a este aspecto, o art. 85 da Resolução CVM 160 dispõe que: “A negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários emitidos por SPACs somente pode ser realizada entre investidores qualificados, cessando tal restrição quando decorridos 6 (seis) meses da operação societária que resulte na combinação de negócios entre a SPAC e sociedade operacional.”.

de investimento no regime jurídico brasileiro e, mais propriamente, o que são os Fundos de Investimento em Participações.

2.2.1. *Conceito e Natureza Jurídica*

Os fundos de investimento já foram pauta de significativas discussões doutrinárias acerca de sua natureza jurídica e fundamento legal, principalmente em vista da até então omissão legislativa sobre o tema.⁶³ Somente em 20 de setembro de 2019, com a publicação e entrada em vigor da Lei nº 13.874, também chamada de Lei da Liberdade Econômica (LLE), que os fundos de investimento receberam um tratamento jurídico legislativo a partir da inclusão do Capítulo X, ao Livro III, Título III da Parte Especial do Código Civil de 2002, Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (CC), que passou a disciplinar no art. 1.368-C:

Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

Observa-se que aos fundos de investimento foi dada a natureza jurídica de condomínio, que assim já era tratado pela CVM desde a sua Instrução Normativa (IN) nº 555, de 17 de dezembro de 2014 que estabelece:

Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

O art. 1.368-C, §2º, CC prescreveu competência à CVM para disciplinar sobre os fundos, ao passo que o art. 1.368-D do mesmo diploma ainda previu que, desde que observada a regulamentação da CVM, o regulamento do fundo de investimento pode estabelecer:

Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e

III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

⁶³ DINIZ, Gustavo S. Curso de Direito Comercial. Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559773022, p. 293.

2.2.2. *Objetivos, forma de captação, tipos e categorias*

Como visto anteriormente, os fundos de investimento são condomínios, mas são constituídos com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir do investimento coletivo dos recursos aportados por seus condôminos. Para tanto, os fundos emitirão cotas com o objetivo de captar recursos no mercado e investi-los da melhor forma possível, de acordo com o foco de investimento do fundo, em carteiras de ativos financeiros disponíveis no mercado financeiro e de capitais. Os resultados financeiros serão distribuídos aos cotistas por meio de dividendos, juros sobre capital próprio ou outras bonificações.

Uma definição bastante completa e concisa da CVM sobre fundos de investimento estabelece que:

Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza, que são de todos os investidores, na proporção de seus investimentos. Seu objetivo, portanto, é promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes.⁶⁴

Diga-se de passagem, as cotas dos fundos também são tidas como valores mobiliários nos termos da Lei nº 6.385/76, conforme alterada pela Lei nº 10.303/01, que enumera em seu art. 2º os seguintes valores mobiliários submetidos ao regime da referida lei:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

III - os certificados de depósito de valores mobiliários; (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IV - as cédulas de debêntures; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VI - as notas comerciais; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

⁶⁴ CVM. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 4ª ed., Rio de Janeiro, p. 93, 2019.

Os fundos em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas, nos termos do respectivo regulamento, são do tipo “condomínio aberto”. Ao passo que aqueles do tipo “condomínio fechado”, os cotistas somente poderão resgatar suas cotas após o término do prazo de duração do fundo ou quando a sua liquidação for deliberada em assembleia, mas também podem vendê-las, como estabelece o art. 3º, da IN nº 555/14, da CVM:

Art. 4º O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.

Há também os fundos exclusivos que são constituídos para receber aplicações de um único cotista. Ou seja, normalmente são disponibilizados apenas para clientes que possuem um elevado montante de recursos disponíveis para aplicação.⁶⁵

Devido a ampla gama de ativos financeiros existentes, os fundos de investimento são classificados em determinadas categorias conforme os ativos que compõem sua carteira. A Instrução Normativa CVM (ICVM) nº 555/14 prevê esta classificação em seu art. 108 e seguintes estabelecendo os principais critérios para que um fundo se enquadre como um ou outro:

Art. 108. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em:
 I – Fundo de Renda Fixa;
 II – Fundo de Ações;
 III – Fundo Multimercado; e
 IV – Fundo Cambial.

Um Fundo de Renda Fixa possui como principal fator de risco a variação da taxa de juros, índice de preços (ou ambos) e devem aplicar pelo menos 80% (oitenta por cento) de seus recursos em ativos de renda fixa ou a eles diretamente relacionados ou sintetizados via derivativos, nos termos do art. 110, ICVM nº 555/14.

Já os Fundos de Ações, também chamados de fundos de renda variável, devem investir, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) de seus recursos em ações negociadas em bolsa, ou mercado de balcão organizado, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações – os chamados *Brazilian Depositary Receipt (BDR)*⁶⁶, cotas de fundos de ações e cotas

⁶⁵ CVM. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 4ª ed., Rio de Janeiro, p. 97, 2019.

⁶⁶ “O BDR (Brazilian Depositary Receipt), ou certificado de depósito de valores mobiliários, é um valor mobiliário emitido no Brasil que representa outro valor mobiliário emitido por companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior. A instituição que emite no Brasil o BDR é chamada de instituição depositária. A regulamentação

dos fundos de índice de ações e certificados de depósito de ações, classificados como nível II e III, conforme art. 115, ICVM nº 555/14.

Por sua vez, os Fundos Multimercado são aqueles considerados de maior liberdade de gestão, já que na sua política de investimento devem apresentar vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial. Assim, podem investir em ativos de segmentos variados, como renda fixa, câmbio e ações, além de utilizar derivativos tanto para *hedge*⁶⁷ quanto para alavancagem, de acordo com o art. 117, ICVM nº 555/14.

Por fim, os fundos cambiais, como prevê o art. 116, ICVM nº 555/14, devem manter, pelo menos, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio investido em ativos que sejam relacionados, direta ou indiretamente – neste último caso, via derivativos – à: (i) uma moeda estrangeira; ou (ii) uma taxa de cupom cambial.

Contudo, tais hipóteses tratam-se de classificações genéricas de fundos de investimento, dentre as quais os FIP não se enquadram adequadamente em nenhuma delas. Por se tratar de um tipo específico de fundo, os FIP são regulamentados por regra própria: a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, conforme modificada.

2.2.3. *Da figura do gestor e do administrador*

O gestor e o administrador são duas figuras centrais que não podemos deixar de mencionar quando tratamos de fundos de investimento. Na dinâmica de tais entidades essas figuras desempenham papéis relevantemente diferentes, de modo que podemos, resumidamente, estabelecer que o administrador é responsável pelo cumprimento de toda a parte “burocrática”, enquanto o gestor é quem de fato toma as decisões de investimento balizado pelo regulamento.

A ICVM nº 555/14, em seu art. 2º, incisos I e XXX os define da seguinte forma:

Art. 2º [...]

I – administrador (do fundo): pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo

dos BDRs – Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000 – os classifica em diferentes níveis, os programas de BDRs, conforme as características de divulgação de informações, distribuição e negociação e a existência, ou não, de patrocínio das empresas emissoras dos valores mobiliários objeto do certificado de depósito. [...]”. CVM. Certificado de Depósito de Ações – BDR. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/recibos_acoes.html>

⁶⁷ “*Hedge* é a operação de neutralização de um risco através da realização de operação que represente um risco exatamente oposto.”. SATIRO, Franciso. Derivativos de Bolsa. Disponível em: <https://www.academia.edu/11513436/Derivativos_de_Bolsa>

[...]

XXX – gestor: pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira

A administração do fundo compreende todos os serviços, direta ou indiretamente, relacionados ao funcionamento e à manutenção do fundo e que são prestados pelo administrador, mas que este pode contratar, na qualidade de representante do fundo, terceiros devidamente autorizados e habilitados para a prestação dos serviços. Dentre estes serviços que o administrador pode contratar está a gestão da carteira do fundo, função a ser desempenhada pelo mencionado gestor. É o que se depreende do art. 78, *caput* e §2º, inciso I, da ICVM 555/14.

Diferentemente da administração, que só pode ser desempenhada por pessoa jurídica autorizada pela CVM, a gestão da carteira do fundo pode também ser exercida por pessoa natural, desde que devidamente credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM. Tal gestão é uma gestão profissional, de acordo com o estabelecido no regulamento e, nos termos do art. 78, §3º da referida IN, possui poderes para:

Art. 78, §3º [...]

I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e

II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.

Como mencionado anteriormente, dado que o administrador do fundo é o responsável por toda a parte burocrática relacionada ao funcionamento da entidade, além de ser ele o representante legal apto a efetuar a contratação dos prestadores de serviço (como o gestor), também é responsável pela própria constituição do fundo e prestação de informações às autoridades competentes, como a CVM.

Juntamente ao gestor, o administrador será solidariamente responsável por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento e às exigências da CVM. Ambos serão remunerados pela taxa de administração, podendo o fundo dispor de outras taxas autorizadas pela ICVM 555/14, tais como a taxa de performance – cobrada em função do resultado do fundo com base em critérios objetivos – taxa de entrada – paga pelo cotista ao aplicar recursos no fundo – e taxa de saída – também paga pelo cotista, mas ao resgatar recursos do fundo. Contudo, se as despesas com a contratação de terceiros

exceder o montante total da taxa de administração, o pagamento daquilo que exceder o limite correrá às expensas do administrador, como fixa o art. 85, *caput* e §1º, ICVM 555/14.

Art. 85. O regulamento deve dispor sobre a taxa de administração, taxa de performance, bem como taxa de ingresso e saída, nos termos desta Instrução.

§ 1º Cumpre ao administrador zelar para que as despesas com a contratação de terceiros prestadores de serviços não excedam o montante total da taxa de administração fixada no regulamento, correndo às suas expensas o pagamento de quaisquer despesas que ultrapassem esse limite.

Há uma série de outros pormenores que poderiam ser mencionados com relação a estas figuras centrais de um fundo, mas que fogem ao escopo do presente trabalho. Todavia, é importante pontuarmos algumas diferenças principais entre eles e o *sponsor* de uma SPAC.

Pelas características apresentadas, notamos que, de certa forma, as figuras de administrador e do gestor se misturam à figura do *sponsor*, já que este, assim como o administrador, é responsável pela constituição da SPAC e contratação dos serviços e profissionais necessários ao seu funcionamento, mas que ao mesmo tempo e, similar às atribuições do gestor, também é o responsável pela pesquisa do negócio alvo e pelas negociações para a conclusão do processo de combinação dos negócios.

Contudo, diferentemente do administrador, pode ser uma pessoa física e não necessariamente jurídica. O *sponsor* também é responsável pelo custeamento das despesas iniciais da SPAC, injetando na companhia os recursos iniciais necessários para sua constituição e subsistência até a sua listagem em bolsa, momento a partir do qual seguirá como responsável pelo processo de negociação para a combinação dos negócios. Logo, diferentemente do gestor, o *sponsor* não é um prestador de serviço à SPAC, na verdade ele é o próprio idealizador e fundador do projeto, incumbido de conduzir a SPAC durante todo o seu ciclo de vida, assumindo os riscos inerentes à atividade.

A remuneração também difere entre administrador/gestor e *sponsor*. Ao passo que aqueles são remunerados pela taxa de administração fixada no regulamento e que não pode ser aumentada sem prévia aprovação em assembleia geral – podendo haver taxas adicionais previstas no regulamento – o *sponsor*, como visto, é também sócio da SPAC, sendo detentor das *founder's shares*, que na prática americana correspondem geralmente a 20% (vinte por cento) do total das ações da SPAC. Ações estas que automaticamente se convertem em ações de livre negociação do negócio adquirido após a conclusão da operação *De-SPAC*.

2.3. Dos FIP – Fundos de Investimento em Participações

Antes do início do estudo quanto aos FIP, é importante que seu escopo seja delimitado. A ICVM nº 579, de 30 de agosto de 2016, que dispõe sobre a elaboração e a divulgação das demonstrações contábeis dos FIP, faz uma importante diferença entre “FIP entidade de investimento” e “FIP não entidade de investimento”.

Embora tais conceitos, pelo teor da norma, importe em diferenças mais significativas sob o aspecto contábil e fiscal, para os fins do presente trabalho é relevante deixarmos claro que todo o estudo trazido abaixo acerca dos FIP é referente ao FIP entidade de investimento, cujas características para tal qualificação estão expressas nos artigos. 4º e 5º da referida norma.

Para ser qualificado como “entidade de investimento” os recursos do FIP devem ter origem de um ou mais investidores, que atribuirão a gestão da carteira de investimento a um gestor. Este gestor deve possuir plena discricionariedade na representação e tomada de decisão junto às entidades investidas e não deve ser obrigado a consultar os cotistas para tanto, tampouco indicá-los (ou pessoas a eles ligadas) como representantes nas entidades investidas.

Além disso, o FIP deve se comprometer a investir os recursos dos investidores unicamente com o propósito de retorno através da apreciação do capital investido, bem como mensurar e avaliar o desempenho dos investimentos, para fins de modelo de gestão.

Outra característica para o FIP ser qualificado como entidade de investimento é ter definido em seu regulamento estratégias objetivas e claras para desinvestimentos, atribuindo ao gestor a tarefa de propor e realizar o desinvestimento, conforme o prazo estipulado no regulamento, com o objetivo de maximizar o retorno para os cotistas.

Adicionalmente às características citadas anteriormente – que devem ser observadas de forma cumulativa – a norma enumera outras consideradas como típicas de entidades de investimento, como por exemplo: (i) possuir mais de um investimento; (ii) ter mais de um cotista, direta ou indiretamente; (iii) ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas⁶⁸ aos administradores dessas entidades; e (iv) possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo.

⁶⁸ A ICVM nº 579/16, em seu art. 6º define: “Para os propósitos desta Instrução, considera-se parte ligada ao cotista pessoa com vínculo familiar, afetivo ou qualquer outro tipo de relacionamento, que esteja exposta à sua influência quando da tomada de decisões.”

2.3.1. Definição, Conceito e Particularidades

Juntamente aos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os Fundos de Investimento em Participações são também classificados dentro do “grupo de acesso mais restrito”, também conhecido como “fundos de investimento estruturados”. Diferentemente dos fundos apresentados anteriormente, que são classificados como “fundos de investimento mútuos”.

Ainda como os demais, os FIP são organizados sobre a forma de um condomínio fechado, porém 90% (noventa por cento) de seu patrimônio deve estar investido em empresas, seja qual for o tamanho, tipo societário ou tipo do ativo para fazer parte da sociedade (uma ação, numa sociedade anônima, ou uma cota, numa sociedade limitada, por exemplo).

Na prática, qualquer empresa pode receber investimento de um FIP, eles só não podem investir diretamente em imóveis e em direitos creditórios, já que existem outros fundos específicos para tanto, os FIIs e os FIDCs, respectivamente. Apesar disso, os FIP podem investir em empresas do setor imobiliário.

O art. 5º da ICVM nº 578/16, ao conceituar os FIP e suas possibilidades de investimento estabelece:

Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

O que o dispositivo acima nos traz de novidade em relação ao que já foi dito é que ao FIP não basta simplesmente investir na empresa, ele deve participar ativamente do seu processo decisório, com efetiva influência na sua gestão e estratégia. Tal exercício de poder de influência pode ocorrer pela compra de ações/cotas ou outros títulos e valores mobiliários que lhe garantam o controle da companhia.⁶⁹ Tal ingerência na gestão da companhia também pode se

⁶⁹ O conceito de poder de controle vem definido no art. 116, LSA, que estabelece: “Art. 116 Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

dar através da celebração de acordo de acionistas ou outro acordo ou procedimento que lhe garanta efetiva influência, inclusive pela indicação de membros do conselho de administração.

É o que traz o art. 6º, ICVM nº 578:

Art. 6º A participação do fundo no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer:

I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;

II – pela celebração de acordo de acionistas; ou

III – pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.

Este requisito quanto a efetiva influência na gestão da empresa é dispensada em determinadas situações pela ICVM nº 578 no parágrafo único do citado art. 6º. Como quando o investimento originalmente feito na empresa for reduzido a menos da metade e passar a representar menos de 15% (quinze por cento) do capital social da empresa investida, ou se o valor contábil do investimento for reduzido a zero. Vejamos:

Art. 6º

[...]

Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando:

I – o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou

II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral mediante aprovação da maioria das cotas subscritas presentes, caso o regulamento não estipule um quórum mais elevado.

Vemos assim que um FIP, um fundo organizado sob a forma de um condomínio fechado, realiza investimentos em empresas (listadas em bolsa ou não) com o intuito de participar de suas decisões, influenciando efetivamente a sua gestão e política estratégica, por diversos meios. Seja porque é o acionista controlador, ou porque celebrou contrato ou acordo de acionista que estabeleceu tal influência, ou ainda, porque indicou um membro no conselho de administração da empresa investida, se houver.

Com isso, já podemos extrair algumas importantes diferenças entre o FIP e a SPAC. A primeira delas é a diferença fundamental entre um fundo e uma empresa. Um fundo possui natureza jurídica de um condomínio especial, como bem estabelece o art. 1.368-C, CC e art. 3º, ICVM nº 555, já uma empresa possui uma natureza jurídica própria de sociedade empresária.

A segundo diferença evidencia-se com o objetivo de cada um. Diferentemente da SPAC, que visa adquirir o negócio alvo, o FIP buscará exercer efetiva influência na gestão e política

estratégica do negócio e não adquiri-lo totalmente. Ora, uma SPAC ao realizar a combinação dos negócios não se propõe a exercer sua ingerência na administração da empresa, mas sim assumir completamente a atividade, já que ela própria não possui uma atividade por ser uma *shell company*. Além disso e, como uma terceira diferença neste primeiro momento, ao investir em uma empresa, o FIP não deixa de existir (tampouco a empresa investida), como ocorre na combinação de negócios de uma SPAC, que como vimos, se dá na grande maioria dos casos por fusão.

Adicionalmente, o fato de um FIP investir em uma empresa que não é de capital aberto com ações negociadas em bolsa, seja uma S.A. fechada ou uma sociedade limitada, por exemplo, não faz com que ela se torne automaticamente uma sociedade com negociação pública de ações após seu investimento. Diferentemente do que ocorre no processo de uma SPAC, no qual após finalizado o processo de *De-Spacing* a empresa adquirida passará a ser uma empresa de capital aberto, já que a SPAC assim o é.

2.3.2. Investidores e formas de investimento, direito de resgate e prazo

Apenas investidores qualificados estão habilitados a investirem em um FIP. É o que estabelece expressamente o art. 4º, ICVM nº 578/16. A CVM, por meio da Resolução nº 30, de 2021, que estabelece regras de *suitability* e que revogou a Instrução CVM nº 539, de 2013, prevê os critérios que devem ser levados em conta para classificação dos investidores em profissionais e qualificados.

O conceito de investidores profissionais engloba agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela própria autarquia e com relação a seus recursos próprios, bem como pessoas físicas ou jurídicas que, além de atestarem por escrito sua condição de investidor profissional, também possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

Além desses, a CVM também entende como investidores profissionais as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, seguradoras, sociedades de capitalização e de previdência complementar (abertas ou fechadas), investidores não residentes,⁷⁰ fundos e clubes de investimentos. Quanto a estes últimos, apenas aqueles que

⁷⁰ “Investidores Não Residentes (INRs) são pessoas físicas ou jurídicas, inclusive fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior e que investem no Brasil.”. CVM. Investidores Não Residentes. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-participante/investidores-nao-residentes>>

possuam carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela autarquia.

Art. 11. São considerados investidores profissionais:

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.

Por sua vez, entende-se por investidores qualificados aqueles enquadrados como investidores profissionais, os clubes de investimento que possuam carteira gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados e as pessoas naturais que: (i) tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (ii) possuam investimentos financeiros em montante superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que atestem por escrito a sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio – pessoas jurídicas também podem ser enquadradas neste último item.

Art. 12. São considerados investidores qualificados:

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.

Desta forma, vemos que os investidores profissionais são uma categoria mais restrita quando comparada ao dos qualificados, já que os qualificados também englobam os profissionais. Conforme estabelecido pela CVM, o público-alvo de um FIP será, ao menos,

investidores qualificados, contudo o fundo pode estabelecer em seu regulamento que apenas investidores profissionais poderão ser cotistas. É o que se depreende da regra contida no art. 19, §3º, ICVM nº 578/16, que prevê que os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais podem atribuir a uma mesma classe de cotas distintos direitos econômico-financeiros, além daqueles previsto no §2º, incisos I e II do mesmo dispositivo.

A escolha por um ou outro investidor estará atrelada ao posicionamento estratégico e política de investimentos do fundo. Porém, para que um ou outro investidor integre o quadro de cotistas de um FIP será preciso participar da emissão de novas cotas ou comprá-las no mercado secundário, de balcão ou de bolsa (quando listadas).⁷¹ A emissão de cotas ocorre via oferta pública ou emissão privada, nos casos em que a CVM dispensa a realização de oferta pública. Ao passo que a negociação no mercado secundário pode se dar em bolsa (quando as cotas estiverem listadas) ou balcão organizado.

Com isso, a forma de se investir em um FIP para uma pessoa física depende principal e basicamente se ele está listado em bolsa ou não. Se não listados e, considerando que minimamente os investidores devem ser qualificados, o acesso a tais fundos se dará nos segmentos de alta renda de bancos, gestoras e *family offices*. Quando listados basta que o investidor qualificado, por meio de sua corretora de valores mobiliários adquira as cotas, seja durante uma oferta pública ou negociando na bolsa.

Contudo, mesmo aqueles que são listados (minoria), como não podem ser negociados por investidores comuns não costumam ter grande liquidez e volume de negociação de cotas. Além disso, no caso dos FIP, não é permitido fazer o resgate de cotas, como estabelece o art. 21, ICVM 578/16:

Art. 21. Não é permitido o resgate de cotas do fundo, salvo nas hipóteses de sua liquidação, sendo permitidas a amortização e a distribuição de rendimentos nos termos do previsto no seu regulamento. (grifo nosso)

Caso o cotista queira deixar o investimento, ou seja, sair do fundo, deve encontrar um comprador para suas cotas, o que nem sempre será possível a depender da disposição do regulamento, já que este pode proibir a transferência ou a negociação de cotas, como prevê o art. 19, §1º da citada regra:

Art. 19. As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas.

⁷¹ ANBIMA. Curso FIP – Fundos de Investimento em Participações, p. 10, 2020.

§ 1º Na hipótese de o regulamento do fundo vedar a transferência ou negociação das cotas em mercados secundários, as cotas do fundo estão dispensadas de registro escritural, sendo a sua propriedade presumida pelo registro do nome do cotista no livro de "Registro de Cotas Nominativas" ou da conta de depósito das cotas aberta em nome do cotista, mantidos sob o controle do administrador. (grifo nosso)

Ora, justamente devido à baixa liquidez no mercado, à vedação ao direito de resgate e eventual proibição da negociação ou transferências das cotas que os FIP, geralmente, possuem um prazo determinado. Tal prazo funciona como um indicativo de quando o investidor espera reaver seu investimento.⁷² No vencimento, os ativos serão vendidos e o dinheiro dos cotistas devolvido em forma de rendimentos e amortização.⁷³

Nos termos do art. 9º, inciso XIV, ICVM nº 578/16, o regulamento do fundo que estabelecerá o seu prazo de duração, bem como as condições para eventuais prorrogações. Sendo que a alteração do referido prazo é de competência privativa de deliberação da assembleia geral de cotistas, na forma do art. 24, VII, da referida norma:

Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre:
[...]

XIV – prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações; [...]

Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: [...]

VII – a alteração no prazo de duração do fundo; [...]

Com relação a estes pontos, observamos que há relevantes diferenças para com as SPACs. A primeira delas referente ao próprio título representativo de investimento e de participação no quadro de investidores. Nas SPACs vimos que o investimento se dá mediante a compra de ações (ou de títulos que representem ações) o que conseqüentemente configurará o investidor como um sócio. Ao passo que no FIP o aporte de capital é realizado através das cotas, configurando seus titulares como cotistas do fundo e, conseqüentemente integrantes do condomínio (condôminos).

A segunda diferença notável é com relação aos investidores habilitados a investirem nas SPACs e nos FIP. Após o IPO, vimos que as ações da SPAC são negociadas publicamente na bolsa de valores, possibilitando que tanto investidores profissionais quanto não profissionais⁷⁴

⁷² ANBIMA. Curso FIP – Fundo de Investimento em Participações, p. 15, 2020.

⁷³ *Idem*, p. 10.

⁷⁴ Aqui o uso do termo não está atrelado à definição da CVM, mas sim à qualidade do investidor, tido como profissional aquele que além de deter conhecimento sobre os ativos e o mercado, possui significativo capital já investido e disponível para investimento. E “não profissional” aquele que justamente não investe profissionalmente, também conhecido como investidor de varejo.

consigam comprar e vender suas ações. Não há assim, após o IPO, limitações para a transferência e negociação das ações da SPAC, diferentemente do que ocorre no FIP.

Afinal, como vimos, além da possível restrição à transferência e negociação no regulamento do fundo, quando as cotas estiverem em negociação no mercado secundário (balcão ou bolsa) somente investidores qualificados (no mínimo e, considerando que o regulamento também não restrinja apenas aos investidores profissionais) poderão adquiri-las.

Outrossim, a terceira diferença entre tais entidades é com relação ao direito de resgate daquilo que foi investido. A distinção aqui é simples, nas SPACs é permitido o exercício do direito de resgate, enquanto no FIP não. Neste, o cotista que desejar retirar-se do fundo deve encontrar um comprador para suas cotas ou aguardar o vencimento do fundo após transcurso do prazo estabelecido no regulamento.

Com relação ao prazo, embora seja, de certa forma, um aspecto similar com as SPACs, há divergências em alguns pontos. O primeiro deles é que, embora deva existir um prazo pré-estabelecido no regulamento do FIP, não há um limite legal fixado, como também, os cotistas, reunidos em assembleia, poderão alterá-lo para mais ou para menos. Já as SPACs possuem um prazo pré-determinado e regulamentado que vai de 18 (dezoito) a 24 (vinte e quatro) meses, podendo ser ampliado até, no máximo, 36 (trinta e seis) meses se assim for decidido em assembleia geral. Se seu objetivo não for cumprido dentro deste prazo a SPAC entrará em processo de liquidação.

2.3.3. *Financiamento à atividade empresarial e práticas de governança*

Os FIP, assim como os outros fundos estruturados, constituem uma importante forma de financiamento para as empresas e empreendedores, afinal, captar recursos não é uma tarefa fácil. A captação de recursos via emissão de ações em bolsa – o denominado “IPO Tradicional” anteriormente – além de custoso, demanda uma série de outros cumprimentos legais e regulatórios para se concretizar, o que em geral, apenas empresas de grande porte, com atividade já consolidada – e desde que sejam Sociedades por Ações, regidas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (LSA) – conseguem arcar e cumprir.

Diferentemente do que ocorre com um financiamento realizado por um fundo, já que “empresas de qualquer porte ou constituição jurídica podem levantar recursos no mercado financeiro e de capitais, junto a um ou mais fundos estruturados”, como bem pontua a

ANBIMA.⁷⁵ Desta forma, captações por meio de fundos estruturados constituem uma alternativa de financiamento a empreendedores em qualquer etapa de suas empresas, que além de dinheiro também receberão o apoio de profissionais experientes e capacitados que auxiliarão na melhoria da gestão e aperfeiçoamento dos processos. Afinal, um dos requisitos essenciais dos FIP é justamente a participação no processo decisório, com efetiva influência sobre a gestão e política estratégica da companhia.

Contudo, não basta apenas receber os investimentos, a CVM traz algumas exigências de práticas de governança que devem ser adotadas pelas empresas investidas, com o intuito de incentivar e contribuir que implementem boas estratégias de gestão. Importante destacar que o comprometimento de seguir ou abster-se das práticas exigidas vai variar de acordo com o tamanho das empresas, conforme a sua receita bruta anual.

Notadamente, as exigências estão elencadas no art. 8º, da ICVM nº 578/16 e são aplicáveis às companhias fechadas, autorizadas a receberem investimentos de FIP, nos termos do art. 5º, *caput* da referida norma.

O citado art. 8º exige: (i) o estabelecimento de mandato unificado de até dois anos para todo o conselho de administração (se e quando existir); (ii) a disponibilização para os acionistas dos contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações da empresa; (iii) adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; e (iv) que as demonstrações contábeis anuais sejam auditadas por auditores independentes registrados na CVM.

Adicionalmente, o mesmo dispositivo também proíbe a existência e emissão de partes beneficiárias⁷⁶ e estabelece que caso a empresa venha a fazer um IPO, ela deve aderir a segmento de listagem que exija práticas de governança, no mínimo, iguais aos da norma.

Art. 8º As companhias fechadas referidas no art. 5º devem seguir as seguintes práticas de governança:

- I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente;
- III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade

⁷⁵ ANBIMA. Curso FIP – Fundo de Investimento em Participações, p. 5, 2020.

⁷⁶ “Partes Beneficiárias” são títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social da companhia. São assim definidos e regulados pelo art. 46 e seguintes da LSA.

administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores; e
VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Porém, nem todas as empresas devem seguir com tais exigência. O (não) cumprimento estará atrelado ao tamanho da companhia medido de acordo com seu faturamento. Desta forma e, nos termos do art. 15, inciso I e §1º, incisos I e II, as empresas com faturamento bruto anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) estão dispensadas do cumprimento de todas as exigências citadas acima. Por sua vez, aquelas com faturamento bruto anual acima de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) devem se submeter integralmente às exigências.

Contudo, empresas com faturamento entre tais valores devem disponibilizar para os acionistas os contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações da empresa, bem como submeter as demonstrações contábeis anuais à auditoria externa por auditores independentes e registrados na CVM. E, por fim, caso venha a fazer IPO, deverá aderir a segmento de listagem que exija práticas de governança, no mínimo, iguais aos da norma.

Neste trecho podemos notar duas principais diferenças entre FIP e SPACs. A primeira delas – relacionada à segunda diferenças apontada no capítulo 2.3.1. – é com relação ao objetivo de cada uma das entidades. O FIP possui um viés de investimento, ou seja, os FIP – assim como os demais fundos estruturados – constituem uma das alternativas de financiamento às empresas, na qual o FIP aportará capital financeiro e humano para o desenvolvimento da atividade empresária.

O objetivo por trás deste financiamento, e contribuição para o desenvolvimento da gestão e política estratégica da empresa investida, é justamente agregar valor ao negócio. Com o investimento, o FIP objetiva aumentar o valor de mercado da empresa no futuro, para que assim, lucre com a venda da sua participação e distribua os rendimentos entre os cotistas.

Diferentemente de uma SPAC, cujo objetivo é adquirir o negócio alvo – que em geral é de duas a três vezes maior que ela mesma – e a partir da combinação dos negócios dirigir a atividade como nova administradora. É certo que as SPACs também visam desenvolver a atividade e aumentar o valor de mercado da empresa adquirida, afinal, isso será refletido numa valorização das ações da companhia resultando, conseqüentemente, em lucratividade para aqueles acionistas que investiram na SPAC e que agora são acionistas da empresa adquirida devido à combinação dos negócios.

Outra diferença é com relação às exigências de governança. O investimento do FIP em uma empresa não necessariamente significa que ela abrirá capital, lançando parte de suas ações para a livre circulação no mercado. Justamente por isso que a CVM exige algumas práticas mínimas de governança a depender do faturamento bruto anual da empresa, já que empresas que não possuem capital aberto, não estão sujeitas às mesmas regras de transparência e governança corporativa que aquelas que possuem.

No caso das SPACs, os órgãos regulares, notadamente a SEC, não exigem o cumprimento de tais práticas pelas empresas a serem adquiridas, e se quer precisariam. Isto porque, a SPAC imediatamente antes de comprar o negócio alvo é uma empresa de capital aberto, estando sujeita, portanto, às regras de transparência e governança corporativa mais rigorosas impostas a tais companhias. É certo que há algumas exceções especificamente para as SPACs, afinal por serem *shell companies* não passam pelo processo tradicional de IPO e se quer possuem demonstrações financeiras de suas atividades, já que estas não existem na prática.

Porém, após a combinação dos negócios, como em geral as SPACs acabam se fundindo com a empresa adquirida, esta última passará a ser uma companhia listada em bolsa e, portanto, estará sujeita às mesmas exigências de controles e divulgações que as demais. Por isso, se quer faz sentido que a empresa a ser adquirida por uma SPAC se sujeite ao cumprimento de regras de governança, uma vez que o próprio ciclo de vida completo de uma SPAC⁷⁷ acarretará a listagem automática desta empresa em bolsa, caso ainda não seja. E caso seja, já está cumprindo com as exigências.

2.3.4. Classificação: CVM e ANBIMA

Por fim, importante destacarmos as classificações dos FIP de acordo com a CVM e ANBIMA. A CVM classificará os FIP de acordo com o porte ou tipo de empresas investidas.

As regras de classificação estão presentes no Capítulo III – Classificação dos Fundos, a partir do art. 14, da ICVM nº 578/16, sendo notadamente úteis para questões tributário e de definição e nomenclatura dos fundos. O art. 14 da citada norma enumera as diferentes classificações:

Art. 14. Os FIP devem ser classificados nas seguintes categorias quanto à composição de suas carteiras:
I – Capital Semente;

⁷⁷ Por ciclo de vida completo entende-se aquele deste a constituição da SPAC até a finalização do processo *De-Spacing*, com a combinação dos negócios.

- II – Empresas Emergentes;
- III – Infraestrutura (FIP-IE);
- IV – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e
- V – Multiestratégia.

No que se refere ao porte, os FIP serão classificados como Capital Semente, Empresas Emergentes e Multiestratégia. Quanto ao tipo são classificados em Infraestrutura (FIP-IE) e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I).

O FIP Capital Semente pode investir em sociedades limitadas ou companhias que tenham faturamento anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), conforme apuração do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do fundo, desde que não tenha apresentado receita superior a este limite nos últimos três exercícios sociais. Estes são os casos em que as empresas estarão dispensadas do cumprimento das regras de governança do art. 8º.

A CVM ressalva que, embora as companhias investidas não possuam receita bruta anual superior a R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), elas não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, que possua ativo superior a R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais) no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP. Isto não se aplica quando a sociedade for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis deste não sejam consolidadas com a de qualquer um de seus cotistas. São as regras que se extrai do art. 15, I e §§3º e 4º, ICVM nº 578/16.

Por sua vez, os FIP Empresas Emergentes podem investir em companhias que tenham faturamento anual de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), conforme apuração do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do fundo, desde que não tenha apresentado receita superior a este limite nos últimos três exercícios sociais. São os casos de empresas que devem cumprir com as regras de governanças dispostas no art. 8º incisos III, V e VI da mesma norma.

Em linha com as ressalvas das do Capital Semente, essas companhias não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades que possua ativo superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP. O que também não se aplica quando a sociedade for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis deste não sejam

consolidadas com a de qualquer um de seus cotistas, conforme as regras extraídas do art. 16, incisos I e II, e §§3º e 4º.

Finalizando a categoria de classificação quanto ao porte, os FIP Multiestratégia podem investir em sociedades limitadas ou companhias de qualquer porte. As empresas investidas devem seguir as práticas de governança de acordo com a faixa de receita bruta anual, exatamente como definido para os FIP Capital Semente e Empresas Emergentes. O art. 18, ICVM nº 578/16, define o FIP Multiestratégia como sendo:

Art. 18. O FIP – Multiestratégia é aquele que não se classifica nas demais categorias por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas.

Importante destacar que FIP Multiestratégia, destinado exclusivamente a investidores profissionais, é autorizado a investir até 100% (cem por cento) do seu capital em ativos emitidos ou negociados no exterior. Mas para tanto deve haver previsão expressa no regulamento neste sentido. O regulamento deve ainda ser expresso quanto à exclusiva participação de investidores profissionais e o FIP deverá utilizar o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação.

Por fim, os FIP – Infraestrutura (FIP-IE) e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) devem investir em sociedades anônimas (abertas ou fechadas) que desenvolvam novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação ou outras áreas consideradas prioritárias pelo Governo Federal. É o que estabelece o art. 17, ICVM nº 578/16:

Art. 17. O FIP-IE e o FIP-PD&I devem manter seu patrimônio líquido investido em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não em ações, ou outros títulos de emissão de sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado, desde que permitidos nos termos do art. 5º, que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de:

I – energia;

II – transporte;

III – água e saneamento básico;

IV – irrigação; e

V – outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.

O §5º do referido dispositivo exige ainda que tais fundos tenham, no mínimo, 5 (cinco) cotistas, sendo que nenhum deles deve deter mais de 40% (quarenta por cento) das cotas ou receber mais que o dito percentual em rendimentos do fundo. Como incentivo pelo investimento em tais setores estratégicos, esses FIP gozam de benefícios fiscais.

Além da classificação da CVM, a ANBIMA também classifica e atribui diferentes tipos aos FIP, diferenciando-os entre Restritos e Diversificados.⁷⁸ Os FIP Restritos são aqueles em que pelo menos metade das cotas sejam de um único cotista ou grupo de cotistas ligados por parentesco (até 4º grau) ou relações societárias – como cotistas que pertençam ao mesmo grupo econômico.

Os FIP Diversificados, como o próprio nome indica, são aqueles em que não há concentração de cotistas. Eles serão divididos em três tipos. O tipo 1 (um) é aquele em que há um conselho de supervisão. No tipo 2 (dois), além deste conselho, há um comitê de investimentos, cujos membros são todos profissionais da administradora ou gestora do fundo. Por fim, no tipo 3 (três) há participação de membros independentes no conselho e no comitê.

2.3.5. Quadro Sinóptico – Principais diferenças entre SPACs e FIP

	SPAC	FIP
<i>Natureza jurídica</i>	Empresa	Condomínio especial
<i>Objetivo</i>	Aquisição do negócio alvo	Investimento e efetiva influência na gestão
<i>Prazo</i>	Determinado – prazo legal máximo de 36 meses	Determinado – nos termos do regulamento
<i>Investidores</i>	Varejo	No mínimo Qualificados
<i>Forma de participação</i>	Ações	Cotas
<i>Direito de resgate</i>	Sim	Não
<i>Vedação para negociação das ações/cotas</i>	Não há vedação para negociação/transferência	Pode haver vedações para negociação/transferência no regulamento
<i>Do negócio alvo</i>	Passará a ser listado em bolsa, se não era antes	Listagem em bolsa não é automática nem obrigatória
<i>Práticas de governança da sociedade investida</i>	Não requerido	Requerido de acordo com a receita bruta anual
<i>Classificações</i>	Sem classificações específicas	Classificados pela CVM e ANBIMA

⁷⁸ ANBIMA. Curso FIP – Fundo de Investimento em Participações, p. 26, 2020.

3. A FORMA ADEQUADA DE CONSTITUIÇÃO DE UMA SPAC NO BRASIL

3.1. Da escolha entre FIP e empresa

A partir das diferenças traçadas acima percebemos que a prática internacional das SPACs e o regimento dos FIP apresentam assimetrias bastante relevantes. Se para as SPACs serem incorporadas ao ordenamento jurídico brasileiro fossem submetidas ao regime jurídico dos FIP, teríamos de enfrentar grandes barreiras quanto à sua efetividade, atratividade e viabilidade econômica.

Embora a CVM não tenha se manifestado de forma expressa neste sentido, é possível que a pretensão em submeter a lógica das SPACs ao regimento dos FIP tenha sido motivada principalmente em virtude da relativa proximidade das figuras do *sponsor* e do administrador e gestor (apesar das diferenças entre eles destacadas no capítulo 2.2.3. acima), bem como dos vieses de investimento e rentabilidade sobre o capital aportado de ambas as entidades.

Ora, é evidente que tanto as SPACs como os FIP objetivam, em última instância, a rentabilização do capital investido por seus acionistas e cotistas, respectivamente. Quando a SPAC toma a decisão de adquirir uma empresa – fundindo-se a esta e combinando os negócios – ela possui um plano de desenvolvimento a ser colocado em prática após a combinação dos negócios, que visa aumentar o valor de mercado da companhia e conseqüentemente o ganho por ação.

Da mesma forma objetiva um FIP, que ao aportar capital em uma sociedade, somado à sua efetiva influência na gestão e na política estratégica da empresa, visa tornar a atividade mais rentável e a companhia mais competitiva, de forma que ao vender sua participação aufera lucro em relação aos investimentos realizados e distribua tal lucro entre os cotistas. Porém, evidente que os meios pelos quais tais objetivos são alcançados são visivelmente diferentes.

Por isso, quando nos debruçamos sobre os pormenores das características intrínsecas das SPACs na experiência estrangeira e dos FIP da legislação brasileira, percebemos que há grandes obstáculos, principalmente quanto a flexibilidade e agilidade que se espera de uma SPAC. Vantagens estas que seriam freadas, quando não completamente extintas, pelas restrições inerentes ao regime jurídico dos FIP.

Um exemplo disso é a inexistência em nosso ordenamento jurídico que permita e regule um processo de fusão entre um fundo e uma empresa, dada a natureza jurídica diversa dessas entidades. Processo este que, como vimos, é o principal modo pelo qual as SPACs adquirem o

negócio alvo concluem a combinação dos negócios. Tal vedação não se aplica apenas para fusões, mas também para a estruturação da combinação de negócios por outras vias de operações societárias, como a incorporação, por exemplo.

Contra este argumento poder-se-ia dizer que um “FIP-SPAC” seria transformado em uma sociedade antes da combinação dos negócios, sob o fundamento do art. 50, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que estabelece:

Art. 50. Os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, a que se refere a Seção VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação.

Vê-se assim que há uma autorização legal expressa para a transformação de um fundo em uma sociedade anônima (de capital autorizado), o que viabilizaria a utilização de operações societárias para a combinação dos negócios com a empresa alvo para finalizar o processo de aquisição. Porém, além de possíveis discussões envolvendo a vigência e eficácia da referida norma, já que se trata de uma lei de 1965, não há regras específicas que disciplinem a transformação de FIP em empresa. Logo, o ineditismo que uma movimentação desta seria recebida perante cartórios, juntas comerciais, receita federal e outras repartições públicas eventualmente envolvidas, traria um elevado grau de incerteza, além de acrescentar tempo, riscos e gastos indesejados ao processo de uma SPAC.⁷⁹

Portanto, a inoperabilidade prática na utilização de mecanismos societários para se operar uma combinação de negócios – processo fundamental no ciclo de vida de uma SPAC – já se mostra uma barreira extremamente relevante por si só, mas há ainda outras que podem ser citadas com base nas diferenças levantadas entre as duas instituições. Como o prazo, a (não) restrição para investidores, direito de resgate, criação de estrutura de *units* e *warrants*, bem como eventuais limitações ao financiamento, que acabariam por afetar diretamente o tamanho do negócio que poderia ser prospectado.

Seria necessário, portanto, uma profunda reforma no regime jurídico dos FIP para compatibilizar sua estrutura à prática das SPACs internacionalmente, o que resultaria, na verdade, na descaracterização do FIP como conhecemos hoje. Isto posto, não é forçoso identificarmos que o arcabouço regulatório que hoje sustenta a estrutura dos FIP não é suficientemente adequado para reproduzir e garantir a eficiência que todas as particularidades de uma SPAC exigem.

⁷⁹ ANBIMA. Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, p. 114, 2021.

Todos estes pontos, notadamente a inexistência de estruturas societárias adequadas para viabilizar combinação de negócios entre um FIP e um empresa, nos dirigem a conclusão de que as SPACs, se existissem no Brasil, deveriam ser constituídas sob a forma de empresa.

3.2. Da escolha do tipo societário

Superado este ponto quanto a forma mais apropriada de constituição de uma SPAC no Brasil, devemos analisar qual o tipo societário que mais se adequa a tal entidade.

Como visto na prática americana, as SPACs são constituídas sob a forma de uma *Delaware Corporation*. “Delaware” na verdade indica apenas em qual estado dos Estados Unidos da América a empresa está “incorporada”, ou seja, sob as leis de qual jurisdição ela se submete e foi constituída. Ao passo que “*Corporation*” indica o tipo societário da companhia.

Desta forma, dizer que uma SPAC é uma Delaware Corporation indica que ela está incorporada sob às leis do Estado do Delaware, mais especificamente sob o *General Corporation Law of the Delaware State Code*.⁸⁰ Mais de 93% (noventa e três por cento) de todas as empresas listadas em bolsas nos Estados Unidos estão incorporadas no Delaware, principalmente devido à sua estrutura, capacidade de financiamento e de transferibilidade. Há três tipos principais de *corporations*.⁸¹

A mais popular, e utilizada pelas SPACs, é a *General Corporation*, também conhecida como *C-Corporation (C-Corp)*. É o modelo que permite a companhia vender suas ações publicamente por meio de um IPO, levantando capital através da venda de suas ações. Elas possuem uma estrutura em que os acionistas detêm a empresa por meio de ações, os *directors* – que correspondem aos conselheiros – são os responsáveis pela administração geral da empresa, enquanto os *officers* – correspondente aos diretores – cuidam dos negócios do dia a dia da empresa.

Por sua vez, o modelo *Close Corporation* é destinado a um pequeno grupo de acionistas que não pode ser superior a 30 (trinta). Este tipo societário não pode abrir capital, ou seja, ter suas ações negociadas publicamente e, portanto, a transferências das ações é mais restrita quanto comparada com uma *C-Corp*. Aqueles que constituem o quadro de acionistas possuem

⁸⁰ *General Corporation Law of the Dalaware State Code*. Disponível em: <<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>>

⁸¹ DELAWARE. Harvard Business Services, Inc. What is a Delaware Corporation?. Disponível em: <<https://www.delawareinc.com/corporation/>>

direito de preferência (*right of first refusal*) na compra de ações antes que o acionista que queira vender sua participação o faça a um terceiro estranho ao grupo.⁸²

Por fim, a *Non-Profit Corporation* é a última dos três principais tipos de *corporation* e basicamente são sociedades destinadas a atividades sem fins lucrativos. Neste caso não há acionistas e a companhia é dirigida por *Board of Directors* (Conselho de Administração). Essas entidades podem ter os denominados *members*, que não são sócios/acionistas, mas que podem ter direito a voto no *Board of Directors*. Evidentemente que essas organizações possuem alguns requisitos adicionais relacionados ao status de “sem fins lucrativos”, já que um dos benefícios de tal título é o não pagamento do imposto de renda federal dos Estados Unidos da América.

Além de *Corporations* há outros tipos societários no direito americano, como por exemplo *Limited Partnership (LP)*, *Limited Liability Corporation (LLC)*, *Limited Liability Partnership (LLP)*, dentre outros com seus respectivos propósitos, características, benefícios e particularidades, mas que não é necessária análise mais aprofundada para o caso, afinal, dentre todos esses modelos, a *Corporation* é o único que comporta a estrutura de uma SPAC, principalmente se levarmos em conta a etapa do IPO como um passo fundamental em seu ciclo de vida.

Para tanto, o importante é visualizarmos que, em meio as opções disponíveis, a SPAC será constituída sob o tipo societário que lhe permita a negociação de suas ações em bolsa, através da abertura de capital, como uma forma de levantar recursos para financiar seu objetivo. Além disso, o tipo societário não deve ter grandes (ou nenhuma) restrições quanto: (i) ao número de sócios; (ii) às possibilidades de financiamento; (iii) transferência/negociação de ações; e (iv) ao tamanho que a empresa pode atingir.

3.3. O porquê da escolha por uma S.A.

Traçando um paralelo com o ordenamento jurídico brasileiro, levando em conta os tipos societários aqui disponíveis para sociedades empresárias e, considerando que a SPAC deve ser constituída sob a forma de uma sociedade empresária com ações negociadas em bolsa, podemos concluir que o tipo societário de uma Sociedade por Ações (S.A.), regida pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (LSA), seria o modelo mais adequado.

A conclusão parece ser evidente quando levamos em conta que a SPAC deve ter a natureza de empresa e, ao mesmo tempo, a possibilidade de abrir capital em bolsa. O único tipo

⁸² *Idem.*

societário em nosso ordenamento jurídico que oferece a combinação de tais requisitos é a uma S.A., mas não são apenas estes os benefícios em se optar por constituir uma SPAC sob a forma de uma Sociedade por Ações.

A própria LSA, oferece mecanismos que podem ser aproveitados na estruturação de uma SPAC no ordenamento jurídico brasileiro, vejamos alguns exemplos. A inexistência de restrições quanto ao número de sócios e facilidade para negociação e transferência de ações é uma delas. Diferentemente de outros modelos societários, onde a figura do sócio é mais central e a relação entre eles (quando mais de um) é mais personalíssima, nas S.A. o que se preza é a livre circulação das ações. Tanto que em companhias abertas o quadro de acionistas se altera diariamente em virtude desta facilidade.

A facilidade para compra, venda e transferências das ações de uma SPAC, como vimos, é um dos aspectos fundamentais em seu ciclo de vida, daí a importância desta característica ser preservada por meio da escolha da formação de uma “SPAC S.A.”, o que apenas reforça a adequação deste modelo para a entidade em estudo.

Outro exemplo que podemos destacar é a também inexistência de limitações para o tamanho da empresa e para as possibilidades de financiamento. Como vimos, é comum que a combinação dos negócios de uma SPAC se dê com um alvo que é de duas ou até três vezes o seu tamanho, o que não significa que as SPACs sejam necessariamente pequenas. Assim como as demais empresas tradicionais, há SPACs dos mais variados tamanhos sob o aspecto dos recursos levantados.

Por isso que, aliado ao exemplo anterior, é fundamental que não haja restrições ou limitações quanto ao tamanho mínimo e máximo que uma SPAC pode assumir, tampouco quanto às suas possibilidades de financiamento para aquisição do alvo. O que uma SPAC mais precisa ao longo de seu ciclo de vida é de autonomia, seja quanto ao seu tamanho, quantidade de sócios, possibilidade de financiamento e de combinação de negócios. Autonomia esta que encontramos em uma Sociedade por Ações.

Além disso, optando-se por este tipo societário, conseguimos ter disponíveis uma série de alternativas de operações e reorganizações societárias para a implementação da combinação dos negócios, como incorporação, fusão, aquisição de ações, dentre outros. E como resultado do *business combination* da SPAC com o alvo, teríamos uma entidade sobrevivente com ações negociadas em bolsa e operacionalmente organizada sob a forma de uma S.A., com ativos, empregados, receita e negócios próprios.⁸³

⁸³ ANBIMA. Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, p. 115, 2021.

Como a estrutura das S.A. foi pensada para comportar empresas de maior porte, com maior exposição ao mercado e aos investidores, a própria LSA oferece um arcabouço relacionado às exigências de governança, transparência, responsabilidade e deveres dos diretores e conselheiros, além de direitos dos acionistas (como o de resgate) e proteções a estes, que dialogam diretamente com a experiência estrangeira das SPACs aqui apresentada.

Outro importante aspecto que pode ser aproveitado optando-se pelo tipo societário das S.A. é a possibilidade de estruturação de *units*. Embora não seja um ativo muito comum no mercado brasileiro, vimos que eles integram parte importante do ciclo de vida das SPACs, principalmente quanto à captação de recursos, dos quais uma S.A. e, conseqüentemente, uma “SPAC S.A.” podem se utilizar.

O referido título, denominado: “Certificado de Depósito de Ações”, assim como as *units* americanas, também são títulos compostos por mais de uma classe de valores mobiliários, como por exemplo, um conjunto de ações ordinárias e preferenciais (ou uma de cada), ou ainda uma ação ordinária e um bônus de subscrição,⁸⁴ sendo este último exemplo o que mais se aproxima do que vimos no processo das SPACs.^{85 86}

Por fim, embora não seja objeto do presente trabalho, é válido pontuarmos que outros mecanismos já presentes na LSA podem ser aproveitados para tratar de aspectos essenciais às SPACs, como o já mencionado bônus de subscrição e o direito de resgate, mas também a utilização de classes diferenciadas de ações, visando acomodar principalmente as *founder shares* (ou *promote*) ao nosso ordenamento.⁸⁷

Evidentemente que algumas adaptações legais e regulatórias seriam necessárias para adequar satisfatoriamente as SPACs ao nosso ordenamento, mas o modelo já existente da S.A. se mostra suficientemente capaz de endereçar, de início, as particularidades e características exigidas das SPACs na experiência americana sem grandes modificações nas características básicas deste tipo societário.

⁸⁴ “Previstos nos arts. 75 a 79 da Lei n. 6.404/76, os bônus de subscrição são títulos nominativos emitidos pelas companhias de capital autorizado, no limite do aumento consentido pelo estatuto, conferindo o direito de subscrever ações do capital social, mediante sua apresentação e o pagamento do preço de emissão. A lei concede preferência ao acionista em sua aquisição.”. NEGRÃO, Ricardo. Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e direito societário. v.1. Editora Saraiva, p. 192, 2022.

⁸⁵ B3. *Units*. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/units/.

⁸⁶ B3. Certificado de Depósito de Ações (UNITS). Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/certificado-de-deposito-de-acoes-units.htm.

⁸⁷ Sobre o ponto, vide p. 115 e seguintes da Resposta ANBIMA ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21.

4. CONCLUSÃO

Após entendermos a natureza, as características, particularidades e o ciclo de vida das SPACs, vimos que este tipo de entidade ganhou notória popularidade nos Estados Unidos principalmente a partir de 2017, apesar de juridicamente já existir muito antes disso.

Com o grande movimento do mercado financeiro e de capitais durante os dois primeiros anos da pandemia do COVID-19, a CVM, com o intuito de reformar as regras de oferta pública, deu início, em 2021, à Audiência Pública SDM nº 02/21 para ouvir as sugestões do mercado. Dado o frenesi das SPACs no mercado americano, tal entidade não escapou aos olhos da Autarquia que, dentre outros assuntos, manifestou interesse sobre este tipo de sociedade e sinalizava enquadrá-la como um FIP.

Munidos do conhecimento acerca das SPACs e, após analisarmos as principais características dos FIP, vimos que, na verdade, as referidas entidades possuem mais diferenças do que similaridades, notadamente quanto: (i) a natureza jurídica; (ii) seus objetivos; (iii) prazo de existência; (iv) investidores habilitados a investir; (v) forma de participação; (vi) direito de resgate; (vii) vedação para negociação das ações/cotas; (viii) listagem (ou não) do negócio-alvo em bolsa; (ix) práticas de governança; e (x) classificações e seus impactos. Fatos estes que dirigiu o estudo à primeira conclusão de que as SPACs, se constituídas no ordenamento jurídico brasileiro, devem adotar a forma de sociedade empresária.

Isto posto, restou nos debruçarmos sob o ponto focal do presente trabalho: a definição do tipo societário mais adequado para a constituição de SPACs no Brasil. O modelo das S.A., regido pela LSA, de início, se mostra o que mais correspondente às expectativas que se espera de uma SPAC, visto que, em nosso ordenamento, é o único que possibilita a empresa de abrir capital em bolsa para captar recursos, tendo suas ações livremente negociadas. Passo este que é essencial no ciclo de vida das SPACs.

Porém, além deste ponto, restou claro que a LSA, sem necessidade de grandes adaptações, já é capaz de endereçar satisfatoriamente as particularidades de uma SPAC, principalmente por: (i) não impor limitações quanto ao número de sócios, tamanho da empresa e possibilidades de financiamento; (ii) zelar pela livre negociação de ações; (iii) possibilitar alternativas de operações societárias para a implementação da combinação dos negócios; (iv) possuir arcabouço relacionado governança corporativa, direitos e responsabilidades dos diretores e conselheiros e proteções aos acionistas; (v) possibilitar a estruturação de *units*; e (vii) ser possível o aproveitamento de mecanismos já existentes para adequações específicas, como direito de resgate, bônus de subscrição e classes de ações.

5. BIBLIOGRAFIA

ALLEN&OVERY. **The role of Private Investment in Public Equity (PIPE) in financing SPACs business combinations**, 2021. Disponível em: <<https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/publications/the-role-of-private-investment-in-public-equity-pipe-in-financing-spacs-business-combinations>>

ANBIMA. **Curso FIP – Fundo de Investimento em Participações**, 2020. Disponível em: <<https://cursos.anbima.com.br/detalhes-item/61a0e06d271d2829b338c891/Iniciando%20com%20produtos%20e%20servi%C3%A7os>>

ANBIMA. **Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 02/21 – alterações normativas relacionadas às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários**, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_ANBIMA.pdf>

B3. **Certificado de Depósito de Ações (UNITS)**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/certificado-de-deposito-de-acoes-units.htm>

B3. **Edital de de Audiência Pública SDM nº 02/21**, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf>

B3. **SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo**, p. 3, 2022. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf>>

B3. *Units*. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/units/>

BAZERMAN, Max H; PATEL, Paresh. Harvard Business Review. **SPACs: What You Need to Know**, 2021. Disponível em: <<https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>>

BERGER, Robert. Journal of Applied Corporate Finance. **SPACs: An Alternative Way to Access the Public Markets**, 2008. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00194.x>>

CBINSIGHTS. Research Report. **What is a SPAC?**. Disponível em: <<https://www.cbinsights.com/research/report/what-is-a-spac/>>

COLLINS, Matt. Fordham Business Student Research Journal. **Special Purpose Acquisition Companies**. 2012, p. 02. Disponível em: <<https://research.library.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1019&context=bsrj>>

COWEN. **SPACs Now Part of Conversation with Most Companies Seeking Public Listing: SPAC Roundtable Serie**, 2020. Disponível em: <<http://www.cowen.com/insights/spacs-now-part-of-conversation-with-most-companies-seeking-public-listing/>>

CREDIT SUISSE. **Making Waves: the evolution of SPACs**, 2020. Disponível em: <<https://www.credit-suisse.com/us/en/investment-banking/ibcm/corporate-insights/making-waves.html>>

CVM. **Edital de Audiência Pública SDM N° 02/21**, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm_0221_edital.pdf>

CVM. **Investidores Não Residentes**. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante/investidores-nao-residentes>>

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4ª edição, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>

CVM. Portal do Investidor. **Certificado de Depósito de Ações – BDR**. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/recibos_acoes.html>

DELAWARE. Harvard Business Services, Inc. **What is a Delaware Corporation?** Disponível em: <<https://www.delawareinc.com/corporation/>>

DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial**. Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559773022.

FARLEX. **Financial Dictionary**, 2022. Disponível em: <<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/trustee>>

FORBES. **How Do Fractional Shares Work?** Disponível em: <<https://www.forbes.com/advisor/investing/fractional-shares/>>

GREENSPAN, Ross. **Money for Nothing, Shares for Free – A Brief History of the SPAC**, 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3832710>

LAW INSIDER. Dictionary. Disponível em: <<https://www.lawinsider.com/>>

LAYNE, Ramey; LENAHAN, Brenda. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. **Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction**, 2018. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>>

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e direito societário**. v.1. Editora Saraiva, São Paulo, SP, 2022.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **SPAC overview and lifecycle**, 2021. Disponível em: <https://viewpoint.pwc.com/dt/us/en/pwc/in_depths/2021/domestic_spac_mergers/domesticspacmergers/spacoverviewandlifecycle.html>

SATIRO, Francisco. Derivativos de Bolsa. Disponível em: <https://www.academia.edu/11513436/Derivativos_de_Bolsa>

SCOTT, David L. Wall Street Words. **An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor**, 2003. Ed.: Houghton Mifflin Company. Disponível em: <<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/unit+share>>

U.S. SEC. About the SEC. Disponível em: <<https://www.sec.gov/about.shtml>>

U.S. SEC. **Definition and Explanation ff “Shell Company”**. Rule 144 Solution. Disponível em: <<https://www.rule144solution.com/definition-of-a-shell-company/>>

U.S. SEC. **What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin**, 2021. Disponível em: <<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>>

XP. Expert. **O que são Hedge Funds FIIs? Entenda e saiba como investir**. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/fundos-imobiliarios/relatorios/hedge-funds-fiis-live/>>

Brasil. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, DF, Presidência da República, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm>

Brasil. **Lei n ° 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF, Presidência da República, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm>

Brasil. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF. Presidência da República, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>

Brasil. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF. Presidência da República, 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>

Brasil. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF. Presidência da República, 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm>

Brasil. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; e dá outras providências. Brasília, DF, Presidência da República, 2019. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>

Brasil. **Instrução Normativa CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.** Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Publicada no Diário Oficial da União em 23 de dezembro de 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>

Brasil. **Instrução Normativa CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Publicada no Diário Oficial da União em 31 de agosto de 2016. Retificada no Diário Oficial da União em 15 de dezembro de 2016. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>>

Brasil. **Instrução Normativa CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Publicada no Diário Oficial da União em 31 de agosto de 2016. Última Retificação no Diário Oficial da União em 13 de setembro de 2016. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>

Estados Unidos da América. Public Law 101-429. 101st Congress. **Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990. Brokers. Investment companies. Fraud.** Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>>

Estados Unidos da América. **Securities Act of 1933.** Disponível em: <<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>>

Estados Unidos da América. The Delaware Code Online. **General Corporation Law.** Disponível em: <<https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>>