FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

LUCAS PINATTI MARINA

EVOLUÇÃO HISTÓRICA E GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECÍFICO DE AQUISIÇÃO (SPACS)

SÃO PAULO

2024

LUCAS PINATTI MARINA

EVOLUÇÃO HISTÓRICA E GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECÍFICO DE AQUISIÇÃO (SPACS)

Trabalho de Conclusão apresentado à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito dos Negócios.

Orientadora: Profa. Dra. Luciana Pires Dias

SÃO PAULO

2024

Marina, Lucas Pinatti
[XXX] Evolução Histõrica e Governança das Sociedades de Propósito Específico de Aquisição (SPACs) / Lucas Pinatti Marina. – São Paulo – SP, 2024.
[XX], [XXf]. ;29 cm.

Trabalho de Conclusão de Curso (Mestrado em Direito dos Negócios) FGV Direito SP, São Paulo, SP, 2024.

Orientadora: Profª. Drª. Luciana Pires Dias

Inclui referências.

1. Sociedades de Propósito Específico de Aquisição (SPACs). 2. Mercados financeiro e de capitais. 3. Governança. I. Taxonomia e Governança das SPACs. II. Dias, Luciana Pires. III. FGV Direito SP.

[CDD]

Ficha catalográfica elaborada pelo [**XXXX**]
Bibliotecário: **[XXXXX**]

LUCAS PINATTI MARINA

EVOLUÇÃO HISTÓRICA E GOVERNANÇA DAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECÍFICO DE AQUISIÇÃO (SPACS)

Trabalho de Conclusão apresentado à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito dos Negócios.

Data de Aprovação: __/__/__

Banca Examinadora:

Profa. Dra. Luciana Pires Dias

FGV – Direito SP

(Orientadora)

[•]

[•]

DEDICATÓRIA

Este trabalho é dedicado a todos aqueles que, assim como eu, possuem genuíno interesse no desenvolvimento de mercados financeiros e de capitais e acreditam em suas enormes potencialidades para a melhoria social e econômica da sociedade brasileira.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos aqueles que contribuíram para o desenvolvimento desta pesquisa. Sob o risco de não conseguir nomear individualmente todos aqueles que, de forma direta ou indireta, fizeram parte desta trajetória, agradeço ao corpo docente e discente da FGV Direito SP, aos colegas de escritórios por quais passei, pela sua imensa contribuição técnica e pessoal.

Especial destaque aos colegas da ANBIMA, que todos os dias lutam pelo desenvolvimento de um mercado de capitais mais justo e capaz de promover melhorias sociais e econômicas em nosso país.

Ainda, agradeço a minha orientadora, Luciana Dias, por todos os ensinamentos que tanto me enriqueceram e paciência para conclusão desta pesquisa.

Por fim, agradeço o inesgotável apoio do Fuad, Sandra, Carolina, Lucas, Rodrigo e Helena, minha família, do qual o apoio contínuo foi fundamental.

RESUMO

As SPACs, especialmente durante os anos de 2020-2022, viveram um *boom* que superou formas tradicionais de captação de recursos com a mensagem central de "menores custos de governança" para empresas e coordenadores de ofertas. Diversos questionamentos e ponderações técnicas e acadêmicas observaram possíveis custos implícitos e inerentes à estrutura que poderiam trazer prejuízos não divulgados aos investidores. É importante analisar qual a estrutura básica das SPACs, quais questões são inerentes a essa estrutura e quais medidas podem ser adotadas para, ao passo que permita a viabilização do produto enquanto veículo de captação de recursos, também enderece as preocupações que apontam possíveis prejuízos intrínsecos aos investidores e ao mercado. O baixo grau de desenvolvimento e experiência deste produto no Brasil, tanto na ótica da regulamentação como na experiência do mercado, permite que os aprendizados das jurisdições estrangeiras, especialmente a dos Estados Unidos, possam servir de orientação para o país viabilizar uma boa governança deste produto.

Palavras-chave: Sociedades de Propósito Específico de Aquisição (SPACs). Mercado Financeiro e de Capitais. Governança.

ABSTRACT

Keywords: [•]

[•]

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 12

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SPACS 15

2.1. Histórico institucional das SPACs 15

2.1.1. Pré-SPACs ou "Blank Check Companies" (Antes de 1992) 16

2.1.2 Primeira Geração de SPACs (1992 – 2003) 19

2.1.3. Segunda Geração de SPACs (2003 - 2008) 21

2.1.4. Terceira Geração de SPACs (2009 – 2024) 23

2.1.5. Quarta Geração de SPACs (2024 –) 25

2.2. Avanços regulatórios recentes nos Estados Unidos 25

2.2.1. Regras adicionais para divulgação de informações 26

2.2.2. Regras adicionais para mitigação de conflitos de interesse 27

2.3. Estrutura das SPACs 28

2.3.1. Estrutura regulatória e de listagem 28

2.3.2. Estrutura societária e fiduciária 29

2.3.3. Estrutura de capital 30

2.3.4. Responsabilização do sponsor e dos coordenadores de ofertas públicas 31

3. CONFLITOS DE AGÊNCIA EM SPACS 34

3.1. *Sponsor* 36

3.1.1. Dever fiduciário dos sponsor 36

3.1.2. Incentivos para de-SPAC 37

3.1.3. Custos aos investidores 39

3.2. Investidores 39

4. CONCLUSÃO 42

5. BIBLIOGRAFIA 46

Lista de Abreviaturas e Siglas

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

BCB – Banco Central do Brasil

Brasil – República Federativa do Brasil

B3 – B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

Constituição Federal – Constituição da República Federativa do Brasil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

IOSCO – Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

Lei n. 4595/64 – Lei n° 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.

Lei n. 6385/76 – Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

LSA - Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Atuomated Quoations* (em tradução livre, Associação Nacional de Corretores de Valores Mobiliários de Cotação Automática).

NYSE – New York Stock Exchange (em tradução livre, Bolsa de Valores de Nova York).

Resolução CVM 30 – Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, conforme alterada.

Resolução CVM 160 – Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, conforme alterada.

Resolução CVM 175 – Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, conforme alterada.

SPACs – Sociedades de Propósito Específico de Aquisição.

Securities Act de 1933 - Legislação federal dos Estados Unidos que dispõe sobre registro de valores imobiliários pela SEC e demais órgãos competentes.

Securities Act de 1934 - Legislação federal dos Estados Unidos que dispõe sobre a negociação de valores mobiliários registrados.

SEC – U.S. *Securities and Exchange Commission* (em tradução livre, Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América).

1. INTRODUÇÃO

Custos de governança, sejam eles definidos por condições contratuais, de listagem, legais, regulatórias ou contábeis tem sido uma das grandes preocupações de empresas e instituições financeiras para viabilizar a captação de recursos por meio de *public markets*[1]. Em pesquisa sobre o tema, a IOSCO, que representa tanto reguladores como autorreguladores de mercado de capitais de todo o mundo, verificou tendência de redução nessa forma de captação de recursos. No início de 2024, a consultoria americana McKinsey & Company publicou uma pesquisa afirmando um enfraquecimento da tendência de financiamento via *private markets*, mas reafirmou a tendência história de crescimento desse nicho de financiamento *vis-à-vis* os *public markets*[2]. Nesse sentido, mesmo com ponderações específicas de condições macroeconômicas temporais, é possível inferir que grande parte das empresas tem recorrido a estruturas de financiamento em *private markets*. Tais estruturas usualmente possuem pouca e/ou nenhuma exigência regulatória de divulgação de informações e governança.

No contexto de disputa em formatos de financiamento destacamos as sociedades de propósito específico de aquisição, denominadas de SPACs. Esse produto financeiro teve suas origens no final dos anos 1980 e, apesar de mais de trinta anos desde sua primeira estruturação, foi apenas no início da década de 2020 que ganhou proeminência nos mercados globais. Em 2017, 34 ofertas públicas de SPACs arrecadaram US$ 9 bilhões de dólares[3]. Em 2019, foram realizadas 59 ofertas públicas SPACs, com um montante arrecadado de aproximadamente US$ 13 bilhões de dólares. Já em 2020, foram ofertadas 248 SPACs, com um montante de US$ 96 bilhões de dólares[4]. Em 2021, foram criadas 613 SPACs, totalizando um montante total de US$ 145 bilhões de dólares[5]. Em 2021, ano em que o número e volume de ofertas de SPACs superou todos os outros somados, garantiu ao produto legitimidade para

---

[1] EWENS, Michael; XIAO, Kairong. XU, Ting. *The Regulatory Costs of Being Public.* Cato Research Briefs in Economic Policy. No. 292. 2022. Disponível em: https://www.cato.org/sites/cato.org/files/2022-05/research-brief-295.pdf Acesso em: 03.02.2024.

[2]MCKINSEY & COMPANY. *McKinsey Global Private Markets Review 2024: Private markets in a slower era. 2024.* Disponível em: https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review#/ Acesso em: 03.05.2024.

[3]NAGLER, Christian O., CURTISS, David A. *Market Trends 2017/18: Special Purpose Acquisition Companies (SPACs)* LexisNexis. Disponível em: https://www.kirkland.com/-/media/publications/article/2018/04/market-trends-201718-special-purpose-acquisition-c/lexisnexis-spac--naglercurtiss-aug-2018.pdf. Acesso em: 20.07.2024.

[4] BAZERMN, Max H. PATEL, Paresh. *SPACs: What You Need to Know*. Havard Bussiness Review. Disponível em: https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know . Acesso em: 20.07.2024.

[5] MACKINTOSH, Phil. *A Record Pace for SPACs in 2021*. NASDAQ. Disponível em: https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021 Acesso 20.07.2024.

competir com formatos tradicionais de captação de recursos, se configurando como uma alternativa legítima ao IPO[6].

A quantidade e volume negociado em ofertas públicas de SPACs até 2021 revelam o amplo *frisson* e impacto das SPACs no financiamento de negócios, que movimentou empresas, gestores e instituições financeiras de forma nunca reportada em sua história. Para todos os *players* institucionais envolvidos em sua estruturação, os potenciais custos reduzidos de governança foram amplamente defendidos como possível vantagem frente a veículos tradicionais de captação de recursos, como os IPOs. De forma distinta até então, houve, a partir de 2019, um intenso período de evolução das SPACs que tornou, em 2021, o veículo de captação de recursos via *public markets* mais utilizado dos Estados Unidos.

No Brasil, em 10 de março de 2021, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM n° 02/021 para tratar sobre a reforma da regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários. Nesse mesmo documento, a autarquia indicou que, apesar da ausência de regulamentação das SPACs, tal veículo não era vedado pela regulação. Já em 26 de março de 2021, a ANBIMA, entidade autorreguladora do mercado financeiro e de capitais, criou um grupo de estudos formado por especialistas em mercado de capitais para discutir uma proposta de regulamentação das SPACs no Brasil[7]. Em 7 de abril de 2022, a B3 publicou um guia de informações a respeito das SPACs no Brasil e no mundo, com o objetivo de fornecer maiores informações acerca do produto, fomentar o debate acerca do tema e contribuir para proteção dos investidores e higidez do mercado financeiro nacional[8].

Em 2023, foram realizados 31 SPACs no mercado norte-americano, indicando uma evidente diminuição do *boom* do início da década[9]. Mesmo com a evidente diminuição do volume após seu ápice, a SEC publicou no início de 2024 ampla regulação definitiva sobre o

---

[6] SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP AND AFFILIATES. *The Year of the SPAC*. Disponível em: https://www.skadden.com/-/media/files/publications/2021/01/2021-insights/the_year_of_the_spac.pdf. Acesso em: 03.05.2024.

[7] FILGUEIRAS, Maria Luíza. ANBIMA Estuda Versão Nacional das SPAC. Jornal Valor Econômico. 26 de março de 2021. Disponível em: < https://valor.globo.com/impresso/noticia/2021/03/26/anbima-estuda-versao-nacional-das-spac.ghtml> Acesso em: 22.04.2022.

[8] B3 S.A. – BRASIL., BOLSA, BALCÃO. SPACS: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo. Abril de 2022. Disponível em: < https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf> Acesso em: 22.04.2022.

[9] U. S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Caroline A. Crenshaw (SEC Commissioner). *Ensuring Basic Protections: Special Purpose Acquisition Company Rule Adoption.* Disponível em: https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-statement-final-rule-012424#:~:text=The%20Special%20Purpose%20Acquisition%20Company,is%20as%20needed%20as%20ever. Acesso em 18.07.2024.

tema[10], endereçando diversas preocupações apontadas ao longo da experiência com ofertas públicas e de-SPAC. Considerando a ausência de regulamentação específica sobre o tema no Brasil e, ao mesmo tempo, a ampla revisão regulatória promovida pela SEC acerca deste veículo de investimento, entendemos que seja relevante para o desenvolvimento regulatório nacional o estudo e análise da evolução histórica, desdobramentos regulatórios e conflitos relevante na estrutura de SPACs. Este trabalho tem como objetivo utilizar, sobretudo, as análises e evoluções regulatórias e históricas das SPACs em sua jurisdição de origem para contribuir com o devido desenvolvimento no produto no Brasil. A ausência de ofertas públicas de SPACs até o momento reforça a oportunidade de melhor estruturar a regulamentação do produto e garantir, assim, seu pleno potencial de captação de recursos via *public markets*.

[10] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *SEC Adopts Rules to Enhance Investor Protections Relating to SPACs, Shell Companies, and Projections*. Disponível em: https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2024-8 Acesso em: 10.06.2024.

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS SPACS

2.1. Histórico institucional das SPACs

A SPAC é um veículo de investimento por meio do qual um conjunto de profissionais especializados, normalmente vinculados em uma entidade de gestão de recursos específica ("*sponsor"*) procuram captar recursos de investidores em uma oferta pública de companhia não operacional, para, durante um prazo de investimento específico, adquirir participações em empreendimentos operacionais (denominadas "sociedades-alvo" ou "*targets*")[11] com a finalidade obter retornos favoráveis aos investidores. Comumente, o ciclo negocial das SPACs se divide em uma oferta pública, em que se busca captar recursos para uma aquisição futura (usualmente "*IPO-SPAC"*) e, após concluída tal etapa, em um momento posterior para aquisição do *target* (a efetivação da transação é usualmente denominada "*de-SPAC*"). A de-SPAC é uma transação híbrida, por possuir elementos tanto de oferta pública, uma vez que os recursos utilizados para a efetivação da transação advêm desta, como de uma aquisição societária.

As SPACs obtêm seus recursos, conforme mencionado, mediante ofertas públicas viabilizadas e estruturadas por *sponsors*. Como quesito regulatório firmado na origem das SPACs, os recursos captados em suas ofertas públicas são depositados em uma conta caução separada do patrimônio dos *sponsors* (*escrow account*), com o objetivo de **(i)** viabilizar o investimento do *target* uma vez aprovado pelos acionistas das SPACs; **(ii)** repassar os valores proporcionais a participação caso os acionistas das SPACs decidam não aprovar a aquisição *target* e exercer seu direito de resgate e **(iii)** restituir todo o capital adquirido caso a de-SPAC não ocorra no período para investimento e a SPACs seja liquidada[12]. A conta caução na fase pré-operacional, somado com os direitos de resgate dos investidores, garante um caráter similar a um fundo de investimento para as SPACs até antes da de-SPAC. Com o *target* é efetivamente adquirido, a SPAC se torna efetivamente uma companhia operacional listada.

Em sua origem, as SPACs eram consideradas uma alternativa ao IPO tradicional, pois possibilitava companhias incapazes de arcar com custos de governança impostos pela regulamentação de se capitalizar via mercado de capitais. Com o passar dos anos, houve uma profissionalização da gestão e arquitetura institucional das SPACs, que passaram a ser um

---

[11] U.S. Securities and Exchange Commission. *Special Purpose Acquisition Companies*. Disponível em: <https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-special-purpose-acquisition-companies

[12] B3 S.A. – BRASIL., BOLSA, BALCÃO. SPACS: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo. Abril de 2022. Disponível em: < https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf> Acesso em: 22.04.2022. pp. 4 – 5.

veículo de investimento voltado a permitir que "grandes gestores de recursos" com credenciais reconhecidas pelo mercado tivessem a oportunidade de escolher *targets* com potencial de rentabilidade e compartilhar sua *expertise* outros investidores[13].

Conforme indica KLAUSNER, OHLROGGE e RUAN (2022), ao se observar o mercado de capitais americano, é possível identificar três gerações de SPACs[14], com estruturas jurídicas que foram sofrendo modificações ao longo do tempo. RODRIGUES e STEGEMOLLER (2021) também apontam uma narrativa de evolução institucional das SPACs tendo como ponto de partida as *blank check companies*, apesar de não se aprofundarem em uma estrutura cronológica aqui pretendida[15]. Concordamos, até a regulamentação emitida pela SEC no início de 2024, com a existência de três gerações de SPACs. Contudo, com o avanço da análise acadêmica da governança deste produto e as respostas regulatórias tomadas, sobretudo, pela SEC, observamos o surgimento de uma nova geração, ainda incipiente, mas que deve lidar com os novos quesitos regulatórios expedidos pelo regulador americano.

A tentativa de estabelecer critérios cronológicos para divisão dessas ondas de SPACs efetivamente precisos é, *per se*, ineficaz, haja vista que o produto, apesar de amplamente regulado, possui uma estrutura contratual complexa e estruturada majoritariamente por partes privadas. A tentativa de estabelecer datas aproximadas, conforme tentativa abaixo, buscar organizar recortes periódicos em que determinado conjunto de características de estruturação do produto foram predominantes em detrimento do conjunto de características imediatamente anterior.

2.1.1. Pré-SPACs ou "Blank Check Companies" (Antes de 1992)

A origem das SPACs remonta a reforma da regulação de mercado de capitais nos Estados Unidos por meio do *Penny Stock Reform Act* em decorrência de conflitos de interesse na venda de *penny stocks* por corretores de valores mobiliários à investidores. Os corretores americanos, vivendo sob pressão e metas para vender instrumentos financeiros, eram

---

[13]SCHRODERS INVESTMENT MANAGEMENT NORTH AMERICA INC. Duncan Lamont, CFA, Head of Strategic Research. *The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets*. Disponível em: <https://www.schroders.com/en-us/us/institutional/insights/the-pros-cons-and-incentives-behind-the-spac-craze-sweeping-markets/> Acesso em: 20.03.2024

[14] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022, pp. 5-6.

[15] RODRIGUES, Usha. STEGEMOLLER, Michael. *Redeeming SPACs*. University of Georgia School of Law Legal Studies Research Paper No. 2021-09. pp. 22-24. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3906196> Acesso em: 03.03.2024

conhecidos por viver em ambientes denominados "*boiler rooms*"[16]. Os *boiler rooms* propiciavam um ambiente de incentivo à conflitos de interesse, em que investidores poderiam ser manipulados para subscreverem valores mobiliários contra seu perfil de risco com o único objetivo de garantir benefícios aos corretores. Nesse sentido, questões relativas a possíveis conflitos entre o produto financeiro oferecido ao investidor e o perfil de risco do investidor (*suitability*) eram comuns e, até hoje, podem se aplicar a diversas formas de investimentos[17].

Nesse contexto de manipulação de investidores, as *blank check companies* tinham relação direta com esquemas fraudulentos de manipulação de preços: companhias não operacionais divulgavam falsas informações sobre potenciais aquisições e/ou fusões com o objetivo de gerar aumento na cotação de suas ações e, quando o valor das ações subia, corretores vendiam abruptamente suas ações, deixando os investidores sem acesso a informações verdadeiras com prejuízos em suas carteiras de investimento[18]. Devido à pouca regulamentação das *penny stocks*, as ações de baixo valor em ambientes de menor liquidez, e dos corretores de valores mobiliários pela SEC, os investidores possuíam poucos mecanismos de proteção para recorrer por seus prejuízos.

Dentre as medidas estabelecidas pelo *Penny Stock Reform Act*, vale citar obrigações especificas para a venda de valores mobiliários aos investidores, formalizados por meio de consentimento escrito para aqueles que não possuíam relações prévias com os corretores[19]. Ainda, a nova legislação reforçou o mandato regulatório da SEC, que, por sua vez, obrigou que corretores de valores mobiliários proporcionassem uma ampla e substancial divulgação acerca dos riscos envolvidos no investimento em *penny stocks*[20]. Além da ampla divulgação no momento da oferta, também se criou obrigações para acompanhamento contínuo dos papéis vendidos, com relatórios mensais acerca da liquidez e valor das *penny stocks*.

No texto de referida lei, foi reconhecido que as ofertas de *blank check companies* propiciavam o surgimento de fraudes e esquemas de aquisição reversa de companhias, por meio da qual companhias pequenas e médias sem condições e fundamentos econômicos para atrair investidores por meio do mercado de capitais com base em todos os requisitos

---

[16] HAZEN, 2021. p. 661.
[17] HAZEN, 2021. p. 664.
[18] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2021. p. 21.
[19] BEATTY, Randolph; KADIYALA, Padma. *Impact of the Penny Stock Reform Act of 1990 on the Initial Public Offering Market.* The Journal of Law & Economics. Vol. 46. No. 2 (October 2003). pp. 517 – 520. The University of Chicago Press. Disponível em: https://www.journals.uchicago.edu/doi/epdf/10.1086/380387 Acesso em: 02.03.2024.
[20] HAZEN, 2021. p. 665.

necessários pela regulamentação da época, em especial o *Securities Act de 1933* e o *Securities Act de 1934*, manipulavam ofertas de companhias não operacionais para serem adquiridas por tais companhias e obterem acesso a recursos que por si só não seriam capazes[21]. Essa medida prejudicava o acesso à informação clara e objetivo e, por consequência, a tomada de decisão fundamentada dos investidores. Na Seção 508 do *Penny Stock Reform Act*, o Congresso americano garantiu poderes para a SEC editar regulamentação especial que garantisse a proteção do investidor e atendimento ao interesse público. Ainda, referida seção determinou divulgações periódicas de informações acerca dos investimentos realizados, para garantir a devida informação ao investidor.

No final da década de 1980 havia aproximadamente 2.700 ofertas de companhias não operacionais (*blank check companies*) registradas na SEC[22]. Esses veículos de investimento, apesar de substancialmente similares as SPACs, conforme mencionado, consistiam numa versão não regulada, como a denominação indica, em que os investidores, com fins especulativos, aportavam recursos em um veículo de investimento sem nenhum tipo estratégia de investimentos definida e/ou sem nenhuma obrigação para efetivação de investimento. Tal falta de informações e clareza sobre os produtos financeiros envolvidos, somada com a falta de critério de *suitability* pelos corretores de ações na venda deste produto financeiro, ampliou o potencial de sucessibilidade de fraudes e levou a SEC, baseada na autoridade concedida pelo *Penny Stock Reform Act*[23], a reformar a regulação sobre o tema.

Após a passagem dessa reforma legislativa, em 1992 haviam menos de quinze ofertas de *blank check companies* encontradas nos registros da SEC[24]. A oferta pública de *blank check companies* anterior ao *Penny Stock Reform Act* se caracterizava, principalmente, como um meio para o investimento em *penny stocks* por investidores com poucos recursos disponíveis[25]. Com o fim desse tipo de ação não regulamentada e o endurecimento dos critérios de divulgação de informações e *suitability* do investidor pela legislação americana, tais ofertas públicas perderam fortemente seu apelo perante tal público.

---

[21] BAZERMAN, Max.; PATEL, Paresh. *SPACs: What You Need to Know*. Harvard Business Review. Julho/Agosto 2021. Disponível em: https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know Acesso em: 22.04.2022.
[22] HEYMAN, 2006. pp.531-532.
[23] Lei promulgada pelo Congresso dos Estados Unidos em 15 de outubro de 1990, com o objetivo de prevenir fraudes no mercado de capitais e fortalecer a proteção aos investidores. Ficou conhecida por ter restringido as *penny stocks*, instrumento financeiro comumente relacionado à para fraudes. *US Code. Public Law 101-429-OCT. 15, 1990.* Disponível em: < https://www.govinfo.gov/content/pkg/STATUTE-104/pdf/STATUTE-104-Pg931.pdf>
[24] HEYMAN, 2006. p. 532.
[25] CASTELLI, 2024. pp. 243 – 244.

2.1.2 Primeira Geração de SPACs (1992 – 2003)

KLAUSNER, OHLROGGE e RUAN (2022) e RODRIGUES e STEGEMOLLER (2021), avaliam que as SPACs foram uma reação de estruturadores atuantes no mercado americano à Rule 419 estabelecida pela SEC para combater fraudes no mercado de capitais americano[26]. Nesse sentido, as SPACs surgiram após uma série de regramentos que visavam justamente coibir a prática das *blank check companies* comuns durante a década de 1980.

Com os poderes especiais de regulamentação investidos pelo Congresso norte-americano para a SEC com a finalidade de regulamentar as ofertas de companhias não operacionais, o regulador americano editou certas complementações na *Rule 419*[27], com o objetivo de oferecer maiores proteções aos investidores as ofertas de companhias não operacionais e sem propósito específico. As principais medidas com objetivo de proteção dos investidores podem ser reconhecidas como: **(i)** separação dos valores aportados pelos investidores em contas separadas dos responsáveis pelos investimentos; **(ii)** registro de todas as despesas, taxas e comissões devidas as instituições envolvidas na oferta; **(iii)** divulgação de informações relevantes da oferta e sobre a companhia, incluindo as demonstrações financeiras auditadas após a oferta; **(iv)** estabelecimento de prazo para investimento para os gestores da companhia e **(v)** possibilidade de saída da companhia e direito de resgate caso os investidores não consentissem com os investimentos realizados.

Tais regras garantiram, em primeiro lugar, um patrimônio separado da figura do *sponsor*, que buscou evitar quaisquer tipos de utilização indevida de recursos por razão de confusões patrimoniais, uma maior transparência para identificação de possíveis conflitos de interesse, além de taxas e comissões embolsadas por coordenadores de tais ofertas públicas, e também maior segurança aos investidores que teriam direito ao seu dinheiro de volta em caso de não investimento no prazo estipulado ou não consentimento com as decisões realizadas. É a partir do estabelecimento desses critérios mínimos obrigatórios de governança pela SEC que as ofertas de passam a ser consideradas SPACs.

---

[26] RODRIGUES, STEGEMOLLER, 2021. p. 23.

[27] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Rule 419*. Disponível em: < https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419> Acesso em: 28.01.2022.

O desenvolvimento e aprovação da primeira SPAC é creditada a David Nussbaum, presidente da GKN Securities, um banco de investimentos existente na década de 1990[28]. A ideia de Nussbaum era constituir uma oferta de companhia não operacional sem especificação da destinação dos recursos, porém com algumas condições mínimas de governança, em que se adotariam parte do regramento estabelecido na *Rule 419* voluntariamente. Vale ressaltar que a própria SEC já reconheceu que as SPACs não estariam sujeitas a *Rule 419*[29]. Contudo, ao escolher voluntariamente cumprir os padrões da regulamentação estabelecidos pela SEC, Nusbaum procurou atrair investidores que não se sentiam seguros em investir em companhias não operacionais, bem como manter os agentes reguladores sob controle[30].

As SPACs, conforme indica HEYMAN (2006) se diferenciavam das *blank check companies* reguladas pelo *Penny Stock Reform Act* pois: **(i)** investidores das *blank check companies* sob a *Rule 419* são vetados de negociar ações por todo o período de existência da sociedade; **(ii)** as SPACs, por conta de sua estrutura híbrida, protegem os investidores da dissolução de sua participação societária, de forma distinta das *blank check companies*, que permitiam o exercício de opções e retirada dos investidores a qualquer momento; **(iii)** SPACs possuem um tempo maior para adquirir uma empresa operacional e finalizar a transação. Enquanto as *blank check companies* possuem obrigatoriamente dezoito meses, as SPACs possuem até vinte e quatro meses; e **(iv)** as SPACs permitem um maior valor de recursos aportados na aquisição. Enquanto a *Rule 419* delimita que as *blank check companies* só podem adquirir o ativo limitado a 80% do montante adquirido por meio da oferta pública, as SPACs permitem que o valor seja de 80% do montante que a SPAC detém até o momento da aquisição, incluindo, dessa forma, resultados de juros e demais investimentos realizados até o a efetivação da aquisição pelas SPACs[31].

Desse modo, tal estrutura adotada para as SPACs garantiu certos aspectos estabelecidos pela *Rule 419* para ofertas "*blank check*" pré-SPACs, bem como alguma flexibilidade para tornar o produto mais atrativo para investidores[32]. Tal flexibilidade advinha

---

[28] RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?* Washington University Law Review, 2007. p. 945. Disponível em: < https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview> Acesso em: 05.01.2022.

[29] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*. Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549; File No. S7-13-22. p. 8. Disponível em: https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf. Acesso em: 02.04.2022.

[30] RIEMER, 2007. p. 944-945.

[31] HEYMAN, 2006. pp. 540 – 545.

[32] RIEMER, 2007. p. 944-947.

do fato das SPACs, por serem, conforme já mencionado, estruturas híbridas e não vinculadas obrigatoriamente a *Rule 419*, possuía mais tempo para investimento por parte de seus administradores bem como maior liquidez para negociação, podendo ser vendida antes mesmo da empresa adquirir qualquer ativo.

Nos primeiros anos da estrutura das SPACs, o foco passava a ser em indústrias especificas ou em oportunidades econômicas em regiões geográficas pré-determinadas[33], deixando de ser uma promessa aberta para qualquer tipo de investimento, para uma promessa direcionada a determinados segmentos[34]. As SPACs ofereciam vantagens importantes para companhias médias e pequenas obterem financiamento, já que as eximia de custos regulatórios e do cumprimento de obrigações exigidas pela SEC que exigem o financiamento de uma estrutura de apoio muitas vezes não sustentável. Nesse sentido, com o amadurecimento desse tipo de veículo de investimento no mercado, a segunda geração das SPACs passou a oferecer profissionalização, maiores montantes envolvidos e alternativa para a indústria de *private equity*, conforme será detalhado no item 2.1.3 abaixo.

2.1.3. Segunda Geração de SPACs (2003 - 2008)

A primeira geração de SPACs e sua consolidação, conforme mencionado acima, se deu durante no decorrer da década de 1990. Contudo, no final dos anos 1990, as ofertas públicas de SPACs reduziram drasticamente, em parte por conta da demanda desse tipo de produto por parte de investidores. Com a bolha da Internet no final dos anos 1990 até o início de 2003, era mais fácil realizar uma oferta pública de ações de uma pequena ou média companhia operacional, mesmo que com condições duvidosas e pouco histórico operacional, do que por meio de uma SPAC[35]. Dessa forma, naquele momento, o apetite dos investidores para risco não justificava as ofertas de SPACs, já que companhias potencialmente arriscadas já poderiam acessar o mercado de capitais por veículos de investimento em vias tradicionais. Em relação a segunda geração de SPACs, é entendido que seu desenvolvimento veio por meio da oferta do banco de investimento Early Bird Capital, com o envolvimento direto do

[33] RIEMER, 2007 S. p. 946.
[34] Conforme afirma COHN, Stuart R., segundo RIEMER (2007), o conceito de investir em determinado segmento ou região, em contraposição a um conceito aberto de investimento, é chamado de "*blind pool*", que poderia ser considerado diferente do conceito de cheque em branco até então presente nas ofertas de penny stocks. REIMER, 2007. pp. 945-947.
[35] HEYMAN, 2006. p. 544.

estruturador original das SPACs e fundador de tal banco, David Nussbaum, em maio de 2003[36].

O fim da bolha da Internet da marcou o ressurgimento das SPACs como alternativa de investimento[37], mas também marcou importantes alterações no perfil de atuação desse produto financeiro. Enquanto a primeira geração de SPACs objetivava o financiamento de pequenas e médias companhias que não poderiam acessar o mercado de capitais via ofertas públicas de ações, a segunda geração de SPACs foi marcada por configurar o produto como um veículo mais profissionalizado, inclusive recebendo menções a possibilidade de potencial substituto ao *private equity*[38] com maior acessibilidade por partes dos investidores.

Os valores captados pelas SPACs entre 2003 até 2007 passou de valores não substâncias para cifras bilionárias[39]. O valor total aportado em ofertas de SPACs em 2007 foi maior do que o aportado em todo o período anterior de sua existência, do final dos anos 1990 até 2002[40]. Foi nesse contexto de amplo por meio da segunda geração de SPACs que a fama negativa desse tipo de veículo de investimento, fortemente relacionada a possíveis fraudes e esquemas prejudicais aos investidores, que justificaram a promulgação do *Penny Stock Reform Act*, foi afastada[41]. Durante esse período, as SPACs se firmaram como um exemplo de estruturação jurídica criativa que possibilitou sua legitimação perante investidores[42],

A segunda geração de SPACs marcou, não por acaso, a forte adoção de grande parte das estruturas contratuais tradicionais de uma gestora de *private equity*[43]. Enquanto a primeira geração de SPACs se originou enquanto resposta à regulamentação estabelecida pelo *Penny Stock Reform Act* em face as "*blank check companies*" e objetivava, primordialmente, manter a linha de acesso a recursos de mercado de capitais para pequenas e médias empresas que não teriam condições de arcar com a regulamentação norte-americana, a segunda geração de SPACs passou a contar com times especializados em aquisições de empresas, mecanismos de

---

[36] RODRIGUES, Usha., STEGEMOLLER, Michael. *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*. Escola de Direito da Universidade da Geórgia., 2012. p. 878. Disponível em: <https://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1922&context=fac_artchop> Acesso em: 21.04.2022.
[37] HEYMAN, 2006. pp. 543 - 544.
[38] DAVIDOFF, 2008. pp. 227 – 228.
[39] DAVIDOFF, 2007. p. 226.
[40] BAKER, Ridway M., HEDIN, Randi-Jean. *SPACs – Continuing To Grow and Evolve*. Corporate Counsel Business Journal. Junho, 2007. Disponível em: < https://ccbjournal.com/articles/spacs-continuing-grow-and-evolve> Acesso em: 21.04.2022.
[41] HEYMAN, 2006. p. 552.
[42] HEYMAN, 2006. pp. 550 - 552.
[43] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2012. p. 851.

alinhamento de incentivos importados de fundo de *private equity* e necessidade de grandes somas de recursos financeiros.

Um ponto importante na análise da governança das SPACs é direito de regaste que os acionistas possuem antes da efetivação da transação que irá adquirir os negócios e tornar as SPACs operacionais. A aprovação da efetivação depende de tais acionistas, que podem decidir, antes da efetiva transação, exercer seu direito de resgate e retirar os montantes originalmente aportados. De fato, no início dos anos 2000, havia um robusto mecanismo para limitação dos direitos de resgate[44] dos acionistas. Nesse sentido, mesmo que houvesse uma votação formal para aprovar a transação, a verdadeira efetivação do negócio se daria ao se observar o volume do montante destinado ao exercício de direito de resgate dos acionistas. Caso não houvesse direito suficiente após o exercício do direito de resgate, não haveria como efetivar o negócio. A eliminação da limitação dos direitos de resgate durante a crise financeira de 2008 gerou um desalinhamento de incentivos na geração de SPACs seguinte, uma vez que a lógica econômica das SPACs estão desalinhadas com a votação formal dos acionistas[45].

Conforme detalhado acima, grande parte dos mecanismos contratuais adotados pelas SPACs se deu para alinhar interesses dos *sponsors* e investidores, com o objetivo de estimular e confiança dos investidores e proteger os *sponsors* de comportamentos oportunísticos, o que, conforme mencionado supra, foi de certa forma evidenciado pelos montantes levantados por esse veículo. Desse modo, enquanto a origem e primeira geração de SPACs marcou a estruturação e adaptação desse produto ao novo cenário regulatório trazido pelo *Penny Stock Reform Act* e pelas alterações promovidas pela SEC, especialmente por meio da *Rule 419*, a segunda geração de SPACs possibilitou a legitimação desse produto perante o mercado de capitais norte-americano, se firmando como alternativa para acesso à indústria de private equity. Com a crise financeira global de 2008 e consequente diminuição da liquidez global, a segunda onda de SPACs se interrompeu[46].

2.1.4. Terceira Geração de SPACs (2009 – 2024)

A terceira geração de estruturação de SPACs começou a criar as características especificas que foram lhe caracterizando a partir de 2009[47], sobretudo por conta dos efeitos da

---

[44] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2021. pp. 4-5.
[45] RODIGUES; STEGEMOLLER, 2021. p. 5.
[46] BAI, Jessica. MA, Angela. ZHENG, Miles. *Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs*. Harvard University. Setembro de 2021. Disponível em: https://perma.cc/47DZ-AJKR. Acesso em: 02.04.2022. p. 1 – 3.
[47] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022. p. 5.

grande crise financeira de 2008. Contudo, é entre 2015 e 2020 que o verdadeiro *boom* de ofertas de SPACs ocorreu no mercado norte-americano. Outra mudança relevante que passou a valer a partir de 2008 foi a permissão para listagem das SPACs em bolsas de valores[48], aumento ainda mais o apelo desse produto para um escopo maior de investidores. Em 2020, o mercado norte-americano levantou oitenta bilhões de dólares, quase ultrapassando o mercado tradicional de ofertas públicas de companhias operacionais[49]. Celebridades e nomes de alto calibre do mercado financeiro norte americano passaram a promover este produto financeiro, levando ao renovado interesse dos reguladores[50]. A terceira geração de SPACs marcou avanços deste veículo no mercado financeiro *mainstream*.

A partir da possibilidade de listagem de bolsa de valores das SPACs no ano de 2008, sobretudo pela NYSE e NASDAQ, o veículo de investimento garantiu uma plataforma de investimentos com um número de investidores substancialmente maior do que os mercados de balcão que até então eram o caminho comum para captação de recursos. Essa inovação, por um lado, criou maiores complexidades para as SPACs, especialmente para sua estrutura de capital, já que algumas das principais exigências das bolsas de valores para listagem era a obrigatoriedade de um limite mínimo de aprovação para a efetivação da de-SPAC e um valor máximo para exercício do direito de resgate das ações das SPACs sem causar o cancelamento do negócio.

A possibilidade de listagem em bolsa de valores possibilitou a ampliação exponencial das captações via SPACs. Conforme mencionado, os recordes de valores arrecadados entre o *boom* de 2020-2022 foram maiores do que a soma de todos os anos anteriores. Essa maior potencialidade do produto levantou importantes questionamentos acerca de seus custos e impactos aos investidores e ao mercado de capitais como um todo.

KLAUNSER, OHLROGGE; RUAN (2022) apontou, de forma geral, que as SPACs formavam uma trajetória de captação de recursos que não acaba com o IPO. As diversas complexidades da estrutura de capital, em especial o direito de resgate por parte dos investidores, gerava uma espécie de corrida contra o tempo para o *sponsor* para garantir a de-SPAC e, ao mesmo tempo. negociar a saída dos grandes investidores que iniciaram aportaram recursos nesse veículo, imposto custos de diluição da participação de investidores menores que tinham interesse em permanecer até após o de-SPAC.

---

[48] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2021. p. 25.
[49] BAI; MA; ZHENG, 2021. p. 1.
[50] RODIGUES, STEGEMOLLER, 2021. p. 7.

2.1.5. Quarta Geração de SPACs (2024 –)

Diversas críticas, sobretudo acadêmicas, apresentadas contra as SPACs no que chamamos de "Terceira Geração" fomentaram uma ampla revisão regulatória da SEC para melhor identificar os conflitos em sua estrutura e endereçar uma solução estruturada para a governança do produto. O Diretor de Finanças Corporativas da SEC, ainda em 2021, publicou um comunicado sumarizando tais apontamentos e abrindo caminho para o desenvolvimento de uma reforma regulatória deste instrumento[51]. No início de 2024, a SEC publicou uma ampla revisão dos normativos acerca das SPACs com diversas orientações para sua estruturação[52]. Os ajustes regulatórios foram divulgados como uma quase equivalência das SPACs ao mercado tradicional de IPOs, impondo custos que, possivelmente, decretariam um fim do produto[53]. Entendemos que ainda é cedo fazer previsões, especialmente, considerando todas as gerações aqui avaliadas, o caráter extremamente flexível de evolução e adaptação das SPACs ao longo do tempo.

2.2. Avanços regulatórios recentes nos Estados Unidos

Entre o ano de 2023 e início de 2024, a SEC capitaneou trabalhos para a regulamentar as SPACs de forma definitiva. No início de 2024, foi publicado regramento e orientações para a estruturação e oferta pública de SPACs[54], que passou a vigorar em 1º de julho de 2024. Considerando a vigência recente da nova regulação, ainda é cedo para avaliar seus impactos para as SPACs. Ainda assim, é importante entender quais foram as alterações e os objetivos da SEC por trás de tais medidas para avaliar os possíveis desdobramentos e evolução história desse veículo de investimento.

Em seu relatório, a SEC avaliou apontamentos acerca da falta de transparência e os potenciais conflitos de interesse presentes na estrutura das SPACs para exigir novos critérios de divulgação de informações com o objetivo de garantir maior proteção ao investidor. Nota-se, dentre as mudanças, substanciais exigências para divulgação da remuneração do *sponsor*,

---

[51] COATES, John. SPACs, IPOs and Liability Risk under Securities Laws. 8 de abril de 2021. Disponível em: https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws Acesso em: 21.04.2024.

[52] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *SEC Adopts Rules to Enhance Investor Protections Relating to SPACs, Shell Companies, and Projections*. Washington, DC. Janeiro/2024. Disponível em: https://www.sec.gov/news/press-release/2024-8 Acesso em: 03.02.2024.

[53] KIERMAN, Paul. SPAC *Mania Is Dead. The SEC Wants to Keep It That Way*. The Wall Street Journal. Janeiro, 2024. Disponível em: https://www.wsj.com/finance/regulation/sec-wants-to-make-sure-spac-investors-know-what-theyre-getting-into-510aca30 Acesso em: 10.03.2024.

[54] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release Nos. 33-11265; 34-99418; IC-35096; File No. S7-13-22, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections. 2024. Disponível em: https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11265.pdf Acesso em: 02.04.2024.

dos conflitos de interesse entre *sponsor* e *target*, das condições para efetivação da de-SPAC, maiores exigências para divulgação do potencial de diluição dos acionistas, responsabilização da *target* na divulgação das informações uma vez adquirida pela SPAC. Ainda, a SEC garantiu maiores esclarecimentos para "mitos jurídicos" amplamente divulgados em relação as SPACs, como a suposta ausência de responsabilização para divulgação de projeções de SPACs e ausência de responsabilização para coordenadores de ofertas públicas.

2.2.1. *Regras adicionais para divulgação de informações*

A SEC diagnosticou que, em linha com os apontamentos acerca de eventuais custos implícitos na estrutura das SPACs para os investidores, havia informações relevantes não apontadas aos investidores para a tomada de decisão do investimento. Um exemplo levantado foi na fase de de-SPAC, em que, durante a de-SPAC, foi constatado que o investidor não receberia as mesmas informações sobre a *target* do que no caso de uma companhia operacional realizando um IPO tradicional, uma vez que as regras para divulgação de operações de M&A e de IPO eram distintas. Também se criticou os entendimentos de não responsabilização do sponsor em projeções de resultados das targets das SPACs por meio do *safe harbor* previsto na legislação americana. Conforme destacado, tais projeções seriam essenciais para a tomada de decisão do investidor no exercício de seu direito de resgate ou aprovação da transação, para fins da de-SPAC [55].

Avaliou-se que informações a respeito da diluição da participação acionária dos investidores nas SPACs se configura como informação relevante que necessita de maior detalhamento regulatório acerca de sua divulgação. Na fase de oferta pública da SPAC, houve a exigência para divulgação no prospecto sobre a remuneração do *sponsor* pode resultar em diluição da participação acionária dos investidores e estimativa *pro forma* do valor das ações em caso de exercício dos direitos de resgate por parte dos demais investidores e estimativa da extensão em que a remuneração do *sponsor* podem resultar na diluição da participação acionária dos investidores.

Além do momento da oferta pública, no momento da de-SPAC, também passou a ser exigido informações acerca dos custos de diluição incutidos aos investidores por conta da remuneração do *sponsor*, das estruturas de financiamento da transação da de-SPAC, se houver, e os impactos que o exercício do direito de resgate por parte dos investidores e, ainda,

[55] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2024. p. 15-19.

qualquer outro tipo de evento futuro que possa gerar diluição da participação acionária dos investidores que desejaram permanecer na SPAC após a combinação de negócios.

Considerando os principais diagnósticos, para edição das novas regras focadas em transparência, a SEC buscou garantir que as informações sejam completas, úteis e comparáveis acerca das SPACs, dos targets, do IPO-SPAC e da de-SPAC[56]. Tais regras, nesse sentido, focaram nas principais etapas do produto financeiro, garantindo uma visão holística do regulador. De forma mais detalhada, para IPO-SPACs, a SEC passou a exigir divulgações de informações sobre os potenciais conflitos de interesse e a diluição acionária das SPACs, divulgação nos prospectos de oferta pública detalhando a legislação societária em que as SPACs foram constituídas, especialmente indicando se a administração das SPACs é obrigada por lei a agir no melhor interesse dos acionistas para aprovação da de-SPAC, bem como informações acerca de eventuais opiniões e relatórios de terceiros recebidos acerca da recomendação de realização da de-SPAC[57].

Para a de-SPAC, passou a se exigir novos formulários obrigatórios de preenchimento de informações acerca da target, responsabilizar a target de forma conjunta ao *sponsor* nos formulários de registro contendo as informações da transação, esclarecimento, conforme mencionado, da não aplicabilidade de *safe harbor* utilizado pelas SPACs para projeções futuras, incluindo as SPACs no conceito de "*blank check company*"[58]. Nesse último aspecto de atualização, vale notar, conforme mencionado anteriormente, que parte da justificativa para o surgimento das SPACs foi endereçar as regras adicionais criadas para as *blank check companies*. Com as atualizações promovidas para a regulação das SPACs, se garantiu maior proximidade regulatória entre os dois produtos.

2.2.2. *Regras adicionais para mitigação de conflitos de interesse*

A SEC buscou detalhar um quadro robusto de divulgação de informações, especialmente relacionadas aos potenciais conflitos de interesse e formas de remuneração do *sponsor* que possam gerar prejuízos aos investidores. De forma geral, a solução entendida não foi de proibir ou banir práticas específicas para a estruturação, mas criar uma robusta responsabilização pelas informações compartilhadas (sobretudo financeiras) com os investidores. Ainda é preciso analisar os impactos de tais mudanças no mercado financeiro, visto que ainda são extremamente recentes e na data desta pesquisa ainda não entraram em

[56] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2024. p. 19.
[57] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2024. p. 20.
[58] US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2024. p. 21.

vigor. Contudo, observando a regulação brasileira, é possível se inspirar em parte das soluções construídas pela SEC para aprimorar o regime aplicável às SPACs no Brasil.

2.3. Estrutura das SPACs

Examinando o histórico institucional das gerações de SPACs que se desenvolveram no mercado norte-americano nos últimos trinta anos, é possível inferir que houve a cristalização de determinadas práticas e estruturas contratuais que acabaram se tornando aspectos mais comuns e onipresentes nas mais diversas estruturas de SPACs.

A série de experiências e aprendizados, traduzidos numa rede contratual ampla e complexa ocasionou a evolução histórica das SPACs[59]. COATES (2022) sumarizou as grandes teias contratuais que sustentam esse veículo de investimento, dividindo em estruturas **(i)** regulatórias; **(ii)** de listagem; **(iii)** societária; **(iv)** fiduciária; e **(v)** de capital. Entendemos ser relevante, também, acrescentar a responsabilidade dos estruturados como um outro item, uma vez que tem sido um dos temas centrais para, supostamente, se diferenciar da estruturação de uma oferta pública de ações tradicional. Cada estrutura auxilia na explicação analítica do produto, e adiciona uma série de questionamentos acerca da camada de incentivos entre as partes envolvidas.

2.3.1. Estrutura regulatória e de listagem

Conforme mencionado ao longo da evolução histórica das SPACs, o *sponsor* é a principal figura responsável por unir todas as partes interessadas em viabilizar a estrutura. Foi um *sponsor* que, ao observar as limitações estabelecidas pelo regramento das *blank check companies* que procurou estruturar um produto híbrido que veio a ser denominado de SPAC. Na experiência norte-americana, o *sponsor* é ligado à SPAC por meio de um "*SPAC agreement*" celebrado entre o próprio *sponsor*, a SPAC (i.e., a companhia) e os administradores da SPAC. O objeto deste contrato, normalmente, inclui **(i)** a sujeição da SPAC aos investidores com a autorização do sponsor; **(ii)** renúncia do *sponsor e* os diretores da SPAC aos direitos de resgate contra as ações emitidas e **(iii)** reforço da ausência de direitos no *trust* formado na SPAC[60].

Adicionalmente, esse regramento básico que regula e estabelece as obrigações entre *sponsor* – SPAC – executivos busca mitigar os conflitos de interesses por meio do alinhamento de interesses para recebimento da remuneração vis a vis os retornos aos

[59] COATES, 2022. p. 41.
[60] COATES, 2022. p. 43.

investidores. Esses incentivos são manifestados, por exemplo, pela vedação de recebimento de remuneração no início das atividades da companhia pelos diretores. Também são criados mecanismos para garantir a liquidez das SPACs em sua fase pré-operacional, vetando resgates dos investidores prévios à proposta de aquisição de companhia operacional.

De modo geral, a regulação dessas estruturas visa, conforme mencionado **(i)** mitigar conflitos de interesse decorrentes de eventuais desalinhamentos entre o sponsor, administradores e os investidores das SPACs e **(ii)** garantir liquidez suficiente do montante de recursos para efetivar a prometida aquisição de companhia operacional. COATES (2022) também indica outros contratos que buscam regular essas relações, tais como notas promissórias emitidas pela SPAC ao *sponsor* para bancar os custos iniciais do veículo, contratos de indenidade para possibilitar a contratação dos diretores das SPACs e contratos de compra e subscrição de ações entre a SPAC e o *sponsor*, por meio do qual o *sponsor* adquire propriedade acionária da SPAC por meio de um valor nominal específico. Ainda, além da estrutura regulatória própria para organizar as relações jurídicas entre as posições indicadas, também existe uma série de documentações típicas de ofertas públicas, como o contrato de distribuição com bancos intermediários da oferta, carta de auditores contábeis e pareces legais de advogados conferindo todas as informações.

Conforme mencionado, as SPACs não poderiam ser listadas em bolsas de valores, uma vez que existiam regras, até 2008, que proibiam sua listagem[61]. As regras originalmente propostas para listagem previam a possibilidade específica de vinculação entre a possibilidade do direito de resgate e a aprovação ou não da de-SPAC. Nesse sentido, apenas quem não aprovava a de-SPAC teria o direito de exercer o resgate[62]. Essa vedação acabou sendo suplantada, e, até os dias de hoje, o acionista pode, independentemente de seu voto pela efetivação ou não da de-SPAC, exercer seu direito de resgate. Tal medida desvinculando a lógica econômica da lógica de aprovação do negócio[63].

2.3.2. Estrutura societária e fiduciária

Em linha com os quesitos regulatórios e de listagem necessários para a estruturação de SPACs, existe também uma teia contratual que dispõe sobre as relações entre o *sponsor*, os administradores da SPAC, os coordenadores de ofertas públicas e até mesmo os

[61] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2012. p. 907.
[62] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2021. pp. 25-27.
[63] RODRIGUES; STEGEMOLLER, 2021. pp. 25-26.

investidores[64]. COTAES (2022) realizou um levantamento dos principais instrumentos contratuais utilizados nas SPACs, e chegou a oito naturezas distintas de estruturas[65].

Por mais que tais estruturas sejam relevantes, o ponto que entendemos mais relevante para entender a estrutura básica das SPACs é a compreensão que os diversos relacionamentos contratuais acabam vinculando a figura do *sponsor*, que possui comumente tanto a posição acionista como de credor, contratos de indenidade que protegem os administradores das SPACs e permitem o recrutamento de diretores, e contratos de prestação de serviços de consultoria empresarial e financeira entre a SPAC e o *sponsor*. As teias contratuais geradas pela ampla gama de contratos colocam o sponsor na posição de acionista, credor e prestador de serviços. De forma conjunta, COATES (2022) entendeu que essa complexidade é muito maior do que uma oferta pública de ações de uma companhia convencional.

2.3.3. Estrutura de capital

A estrutura de capital das SPACs possui particularidades que dão maior complexidade para o produto do que estruturais de companhias em ofertas públicas. Normalmente, para garantir algum tipo de remuneração para os investidores, o *sponsor*, por não possuir nenhum valor intrínseco em um ativo pré-operacional, garante uma ampla gama de opção de venda de ações (*warrants*) em um determinado preço pré-estabelecido. Essa medida garante maior segurança aos investidores, que terão, independemente do valor de mercado das ações das SPACs, uma opção para sair do investimento em um valor pré-estabelecido. Essa particularidade observável na maioria dos casos de SPACs analisadas por COATES (2022), de forma muito provável, advém da própria lógica de mercado em estabelecer segurança aos investidores para uma companhia ainda pré-operacional. Em ofertas públicas das ações convencionais, por já haver uma operação intrínseca, pode traduzir um valor de mercado com maior previsibilidade.

A variedade de direitos e opções atrelados ao capital social das SPACs geram maiores complexidades para gestão dos sponsors. Um dos principais desafios são os direitos de resgate que pode ser exercido pelos investidores. Esse elemento é, sem dúvidas, uma das particularidades centrais da complexa estrutura de capital próprias das SPACs. Na fase pré-operacional, o montante de dinheiro arrecado pelo *sponsor*, somado com os direitos de resgate

[64] COATES, 2022. p. 43.
[65] COATES, 2022. pp. 42 – 45.

pré-estabelecidos pelos investidores, tornam as SPACs um fundo aberto de investimento[66]. Cabe ressaltar que, na ocasião da aquisição do negócio e com o fim da fase pré-operacional, o investidor passa a lidar com os riscos e estrutura típicos de uma companhia operacional.

2.3.4. Responsabilização do *sponsor* e dos coordenadores de ofertas públicas

Dentre as diversas figuras envolvidas na estruturação de uma SPAC, avaliamos que o sponsor e o coordenador de ofertas públicas possuem funções de *gatekeepers* para proteção dos investidores. O *sponsor* é aquele que irá administrar os recursos captados por meio da oferta pública para a de-SPAC, sendo, efetivamente, quem executará a estratégia de investimentos em benefício dos investidores. O coordenador de ofertas públicas, por sua vez, será aquele que irá, em conjunto com o *sponsor*, ofertar as ações das SPACs ao mercado, sendo também responsável pela diligência nas informações.

No quadro regulatório brasileiro, os coordenadores de ofertas públicas são institucionais de intermediação para conectar os tomadores (i.e., empresas) aos poupadores (i.e., investidores) de recursos. Tradicionalmente, os coordenadores correm riscos em ofertas públicas, notadamente, **(i)** risco da fixação do preço do valor mobiliário a ser ofertado (*pricing risk*) e **(ii)** risco de não distribuição do papel (*marketing risk*)[67]. A regulamentação de ofertas públicas brasileira, por meio da Resolução CVM 160, estabelece que o coordenador de ofertas públicas é responsável pelo dever de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são suficientes verdadeiras, precisas, consistentes e atuais[68].

Os ofertantes, por sua vez, aqui caracterizado como o *sponsor*, é responsável pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade dos documentos da oferta pública e demais informações fornecidas ao mercado. Nesse sentido, é possível inferir a responsabilização existente no arcabouço jurídico brasileiro de ofertas públicas é

---

[66] A literatura norte-americana, ao comparar os fundos de investimentos na fase operacional das SPACs, indicou a similaridade com fundos mútuos (*mutual funds*). Aqui, o termo utilizado como "fundo de investimento aberto" é o conceito que melhor traduz a flexibilidade do cotista na movimentação de seus ativos. As comparações específicas das particularidades institucionais e regulatória desses tipos de fundos de investimento na legislação brasileira e americana não são objeto desta dissertação.

[67] EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2019. pp. 254-256.

[68] Resolução CVM 160. "*Art. 24. O ofertante é o responsável pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade dos documentos da oferta e demais informações fornecidas ao mercado durante a oferta pública de distribuição. § 1º O coordenador líder deve tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro do emissor na CVM e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, são suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta. (...)*"

informacional. O ofertante em fornecer as informações precisas e suficientes ao mercado, e o coordenador em diligenciar tais informações com seus melhores esforços.

No mercado americano, a lógica da ampla divulgação de informações em ofertas públicas é estabelecida pelo *Securities Act*, no que diz respeito às ofertas públicas de valores mobiliários e pelo Exchange Act, no que diz respeito a informações após a oferta. A Seção 11 (b) (3) do *Securities Act* estabelece que é excluída a responsabilização do profissional que, exercendo os melhores esforços de diligência, teve razões para acreditar que a informação era verdadeira e não omitia dado relevante para a tomada de decisão do investidor[69]. Considerando os aspectos da legislação americana e regulação brasileira, a responsabilização para ofertante e coordenador de ofertas é semelhante.

Para analisar as SPACs, o arcabouço de responsabilização nessas jurisdições seria, ao menos, similar. Uma diferença importante é que, no caso do Brasil, não existe uma legislação específica como a americana para tratar da responsabilização do ofertante e coordenador de

[69] Securities Act. *SEC. 11. [77k] (a) In case any part of the registration statement, when such part became effective, 24 contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue—(...) (b) Notwithstanding the provisions of subsection (a) no person, other than the issuer, shall be liable as provided therein who shall sustain the burden of proof—(3) that (A) as regards any part of the registration statement not purporting to be made on the authority of an expert, and not purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert, and not purporting to be made on the authority of a public official document or statement, he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading; and (B) as regards any part of the registration statement purporting to be made upon his authority as an expert or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of himself as an expert, (i) he had, after reasonable investigation, reasonable ground to believe and did believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were true and that there was no omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or (ii) such part of the registration statement did not fairly represent his statement as an expert or was not a fair copy of or extract from his report or valuation as an expert; and (C) as regards any part of the registration statement purporting to be made on the authority of an expert (other than himself) or purporting to be a copy of or extract from a report or valuation of an expert (other than himself), he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue or that there was an omission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement of the expert or was not a fair copy of or extract from the report or valuation of the expert; and (D) as regards any part of the registration statement purporting to be a statement made by an official person or purporting to be a copy of or extract from a public official document, he had no reasonable ground to believe and did not believe, at the time such part of the registration statement became effective, that the statements therein were untrue, or that there was an ommission to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, or that such part of the registration statement did not fairly represent the statement made by the official person or was not a fair copy of or extract from the public official document. (...)" Disponível em:* https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf *Acesso em: 03.02.2024.*

ofertas públicas. Tal fato, inclusive, tem levado a debates sobre o tema[70] e possível reforço do *enforcement* privado de proteção aos investidores pela via judicial.

[70] VALOR ECONÔMICO. *Otávio Yazbek escreve sobre o Projeto de Lei 2.2925 e os litígios societários*. Disponível em: https://pipelinevalor.globo.com/mercado/noticia/otavio-yazbek-escreve-sobre-o-projeto-de-lei-2925-e-os-litigios-societarios.ghtml Acesso em: 03.02.2024.

3. CONFLITOS DE AGÊNCIA EM SPACS

A evolução histórica das SPACs, e, sobretudo o *boom* ofertas em 2020-2021, conforme detalhado, ensejou uma ampla gama de análises acadêmicas, principalmente na literatura jurídica norte-americana, acerca dos custos indiretos que esse tipo de investimento proporciona ao investidor[71]. KLAUNSER, OHLROGGE; RUAN (2022) analisaram em sua pesquisa a terceira geração de SPACs e encontraram evidências que a maioria dos investidores que participavam de um IPO de SPAC exerciam os direitos de resgate ou venda de suas ações, ocasionando, no momento da de-SPAC, a inclusão de novos acionistas. Os acionistas remanescentes, por sua vez, que efetivamente escolhiam ficar para atingir o objetivo da SPAC, acabariam arcando com custos de diluição da composição societária das SPACs[72] com a entrada de novos acionistas.

No início de 2024, conforme mencionado, a SEC aprovou uma série de atualizações regulatórias com o objetivo de garantir maior transparência de informações na estruturação das SPACs, endereçando questões específicas acerca de conflito de interesses. O tema de conflitos de interesse e a relevância central em seu tratamento regulatório proposto pela SEC, é, ao nosso ver, importante para justificar uma análise voltada aos conflitos de agência. Uma vez que tais comportamentos sejam identificados, entendemos ser possível endereçar, via regulação, melhorias em seu endereçamento para as SPACs com foco na proteção ao investidor.

Em qualquer relação contratual em que uma parte (agente) promete alguma performance para outra (o principal), é possível inferir a existência de um potencial de conflito de agência[73]. O problema reside em motivar o agente a agir no interesse da outra parte (principal) ao invés de agir em seu exclusivo benefício. Isso ocorre, sobretudo, porque o agente costuma deter mais informação sobre aspectos relevantes que atua do que o principal[74]. Tal situação condiciona a possível atitude oportunista do agente em relação ao principal. Os conflitos de agência podem ser observados, não apenas em estruturas contratuais, como também em

---

[71] COATES, 2022. pp. 2-4.
[72] KLAUNSER, OHLROGGE; RUAN, 2022. p. 232.
[73] KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca, HASMANN, Henry; HERTIG, Gerar (et. al.*). The Anatomy of Corporate Law.* Oxford University Press. Nova York, 2017. p. 29.
[74] KRAAKMAN; ARMOUR; DAVIES; ENRIQUES; HASMANN; HERTIG; (et. al.), 2017. pp. 29-30.

qualquer tipo de situação que envolva algum tipo de esforço cooperativo entre dois ou mais indivíduos, mesmo não havendo uma clara posição entre agente-principal[75].

É importante notar, inclusive, que apesar de JESEN e MECKLING (1976) terem estruturado o modelo teórico dos conflitos de agência, análise empírica posterior forneceu indicativos quantitativo importantes capazes de comprovar os impactos dos conflitos de agência em companhias. Evidências empíricas sugeriram que uma prática de não maximização de valor de uma companhia era mais prevalente em empresas em que a administração possuía maior controle de gestão em detrimento dos acionistas[76]. As análises acerca dos custos de agência evoluíram da governança da companhia até fundos de investimento[77], relevando o caráter intrínseco de tais problemas em estruturas que apresentam algum tipo de relação fiduciária. Além do conflito de interesses intrínseco que ocasiona os custos de agência, no caso específico das SPACs, argumentamos que existe tanto, de forma direta, um custo de oportunidade, em que não necessariamente a melhor oportunidade de-SPAC será efetiva pelo *sponsor*, como, de forma indireta, um custo de diluição, apontados originalmente por KLAUNSER, OHLROGGE; RUAN (2022). Nesse caso, eventuais novos acionistas teriam o valor das ações diluído em decorrência da necessidade de novas emissões de ações pelo *sponsor*, considerando os direitos de resgate exercido por investidores que retiram sua posição de investimento antes da realização da de-PAC.

Para as SPACs, argumentamos haver duas situações de conflito de agência relevantes. A primeira é em relação ao *sponsor* e os investidores. Entendemos que nas condições em que o *sponsor* se encontra, a de-SPAC e a efetivação de um M&A se revela oportunisticamente interessantes, não apenas pelos ganhos em remuneração adicional atrelados à realização do negócio, como também pelo ganho reputacional que fundamentará a realização de outras ofertas de SPACs no futuro. Tal incentivo tem o potencial de gerar transações que não necessariamente se configurem como a melhor opção possível para os investidores. Vale ressaltar, de acordo com análise empírica, tem se observado que as de-SPACs ocorrem

---

[75] JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics. Rochester, 1976. p. 309. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X Acesso em: 04.03.2024.

[76] MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, v. 20, n. 1/2, p. 293-315. 1988. p. 313. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/sites/scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/mgt-own-mkt-val.pdf Acesso em: 09.04.2024.

[77] GILSON, Ronald J. WHITEHEAD, Charles K. *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*. Rock Center for Corporate Governance Stanford University. Working Paper Series No. 8. August 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991352 Acesso em: 23.07.2024. p. 3-4.

desproporcionalmente perto do período final para efetivação da transação[78], revelando que tal potencial de realizar qualquer transação em detrimento da melhor transação possível para os investidores encontra indícios reais de ocorrência em ofertas públicas ocorridas antes da nova regulamentação da SEC.

O segundo conflito de interesse é observado entre investidores majoritários e minoritários das SPACs. Os investidores que possuem maiores quantidades de ações de SPACs (comumente, investidores institucionais) dos investidores com menores quantidades (comumente, investidores de varejo) potencialmente possuem poderes de barganha distintos durante a oferta pública. Considerando a característica própria das SPACs de permitir o exercício de direitos de resgate até o momento da de-SPAC, o investidor com maior acesso à informação e poder de barganha pode garantir o retorno de seus investimentos depositados na conta caução via exercício de seu direito resgate. Na ocorrência do direito de resgate, com o objetivo de garantir o montante de investimento definido para realização da de-SPAC, o *sponsor* deverá emitir novas ações para a SPAC para garantir a efetivação da transação, gerando custos indiretos de diluição das ações já detidas pelos investidores com menor acesso à informação para acompanhar tais movimentações. Nesse sentido, enquanto investidores maiores terão retorno de seus investimentos e liquidez maior, seu comportamento potencialmente oportunista frente aos demais investidores terá o potencial de gerar prejuízos indiretos para investidores que efetivamente desejam ver a SPAC realizada até o fim.

3.1. Sponsor

Ao avaliar os conflitos de agência entre o *sponsor* e os investidores, é importante avaliar os aspectos centrais da relação. O primeiro passo é avaliar a relação fiduciária entre *sponsor* e investidores, que, por consequência, gera um dever fiduciário a ser observado pelo *sponsor* na consecução de suas atividades. Em sequência, o exercício desse dever fiduciário é colocado em prova com a existência de incentivos institucionais para a realização de qualquer negócio em detrimento do melhor negócio para o investidor, forçando a ocorrência de uma de-SPAC. Como resultado, o possível comportamento oportunista do *sponsor* e sua violação para seu dever fiduciário poderá gerar custos aos investidores, que deverão arcar com negócios que nem sempre seriam de seu melhor interesse.

3.1.1. *Dever fiduciário dos sponsor*

[78] RODRIGUES, STEGEMOLLER, 2012. p. 17.

Entendemos que o conflito de agência entre o *sponsor* e os investidores possuí um paralelo ao clássico problema entre a administração das companhias e seus acionistas. Em ambos, existe uma relação fiduciária em que ocorre a delegação de autoridade para tomada de decisão. A delegação de tal autoridade para tomada de decisão é o cerne dos potenciais conflitos de agência[79]. JENSEN; MECKLING (1976) definiram que os custos de agência seriam a soma dos custos de observância do principal, os custos de confiança do agente (*bonding expenditures*) e a diferença entre a melhor decisão possível para o principal e a decisão efetivamente tomada pelo agente (*residual loss*). Ainda, entendem que a relação entre administrador de companhias e seus acionistas se configuram como um exemplo central de relação de agência, com a presença de importantes conflitos inerentes à essa estrutura[80].

Para as SPACs, o *sponsor* age, até a de-SPAC, como o efetivo administrador da companhia. A administração formal da SPAC é composta majoritariamente por indivíduos apontados pelo *sponsor*. Conforme nos capítulos *supra*, a estrutura existente em uma SPAC ainda não operacional é similar à de um fundo de investimentos aberto. O *sponsor* age, formalmente como administrador, mas materialmente como um gestor, que administra os recursos captados na oferta pública e depositados em uma conta *escrow* com o objetivo de identificar um *target* que irá efetivar a transação. Os recursos parados em conta possuem determinados rendimentos. Ainda, os *sponsors* arcam com todos os custos de estruturação do veículo na largada, dependendo do recebimento de sua remuneração até para o reembolso de suas despesas. De forma diversa da estrutura de gestão de fundos de investimento e, a depender, dos próprios administradores de companhias, a decisão do *sponsor* para utilização de seus recursos na de-SPAC é sujeita a duas principais validações pelos investidores.

Tais validações são de caráter contínuo, dada ao direito de resgate dos investidores até a efetivação da de-SPAC, e de caráter formal, dada a necessidade de aprovação dos investidores para efetivação da transação. Contudo, dado a modificações nos requisitos regulatórios e de listagem, conforme indicado nos capítulos acima, houve um esvaziamento do direito de voto dos investidores[81]. O investidor pode, agora, aprovar ou não aprovar a realização da de-SPAC e, independentemente disso, efetivar seu direito de resgate.

3.1.2. *Incentivos para de-SPAC*

[79] JENSEN; MECKLING, 1976. p. 308.
[80] JENSEN; MECKLING, 1976. p. 309.
[81] RODRIGUES, STEGEMOLLER, 2012. p. 44.

A primeira é a constante possibilidade, até efetiva transação que transforme a SPAC em companhia operacional, da possibilidade de exercício do direito de resgate por parte dos acionistas. Nesse sentido, o *sponsor* possui o incentivo de efetivar sua transação em um tempo ótimo, uma vez que, quanto mais decorrer tempo entra a oferta pública da SPAC e a de-SPAC, maiores as possibilidades de resgate dos acionistas e, portanto, maior a possibilidade de o montante disponível para a fusão ser reduzida ou inviabilizada. Mesmo que o *sponsor* empreenda novas rodadas de investimentos para complementar os recursos resgatados, a diluição da participação do *sponsor* e demais investidores trará custos indiretos a todos, tornando a opção menos atrativa.

Ainda, a segunda é a própria validação formal dos investidores na efetivação do negócio e confirmação da de-SPAC. Os *sponsors* possuem um tempo específico para realização da transação e submissão da estratégia de de-SPAC para aprovação formal dos investidores que detém ações da SPAC. A criação de prazo específico para validação leva uma corrida para a identificação de uma oportunidade de investimento com prazo para acabar. Somado à vinculação de parte da remuneração do *sponsor* vinculada ao sucesso das SPACs, gera uma obrigação de realização da transação.

A vinculação da remuneração do *sponsor* ligada ao sucesso da transação e efetivação da de-SPAC, somado ao tempo específico para aprovação, geram incentivos relevantes para a efetivação da transação. Argumenta-se, inclusive, que os incentivos, não apenas do *sponsor*, mas até mesmo de parte dos investidores e dos coordenadores da oferta pública são no sentido de fechar o negócio e concluir a de-SPAC[82]. Apesar da argumentação nesse sentido, focaremos aqui no *sponsor* e no item seguinte nos conflitos na governança entre investidores. A estrutura regulatória de coordenadores de oferta pública nos Estados Unidos e no Brasil são distintos, e não serão escopo deste trabalho.

O *sponsor*, além da remuneração vinculada à realização de uma de-SPAC, também possui outra métrica de incentivo para fechar qualquer negócio em detrimento de não realizar a de-SPAC – a reputação[83]. O *sponsor* é composto por um time de profissionais que se qualifica como apto para captar recursos no mercado e, com tal montante em mãos, identificar uma oportunidade de aquisição de companhia operacional que gere valor para os investidores de uma SPAC. De forma similar ao mundo de *private equity*, caso um sponsor deseje crescer e estruturar diversas SPACs, deve desenvolver uma reputação de fazer boas escolhas para

[82] RODRIGUES, STEGEMOLLER, 2012. p. 17.
[83] RODRIGUES, STEGEMOLLER, 2021. p. 868.

seus investidores[84]. Nesse sentido, a não realização de uma transação e consequente devolução dos valores arrecados em uma oferta pública de SPAC pode relevar uma falta de capacidade técnica na identificação de oportunidades de investimentos, tornando mais difícil para o *sponsor* realizar novas captações e estruturações de SPACs.

3.1.3. *Custos aos investidores*

No contexto de pressão para efetivação da de-SPAC em período específico, vinculação da remuneração à efetivação ocorrência da transação e potenciais aspectos reputacionais para viabilidade da atividade de longo prazo do *sponsor*, entendemos haver incentivos para que o *sponsor* seja incentivado a fechar qualquer tipo de transação e efetivar o de-SPAC, não observando, de forma imparcial, qual seria a medida de melhor interesse para o investidor.

Os incentivos para a efetivação da de-SPAC pode, no limite, levar investidores a arcar com potenciais custos de oportunidade, na hipótese de seus recursos serem potencialmente melhor aplicados em outras oportunidades de investimento no mercado, como também custo de desvalorização de suas ações em SPACs decorrentes do investimento ruim realizado pelo *sponsor*.

3.2. Investidores

Os conflitos de agência ocorrem não apenas em relações contratuais, como também em qualquer tipo de relação em que exista aspectos de cooperação. Na literatura norte-americana, além do problema entre o administrador e o acionista, também é apontada os conflitos de governança entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários[85]. O principal problema apontado decorrente desse conflito é evitar que o acionista majoritário exproprie recursos do minoritário em decisões que beneficiem apenas que possui o controle da companhia. Argumentamos que, para as SPACs, existe, necessariamente, uma interação de cooperação entre os investidores que gera comportamentos oportunistas que afetam diretamente investidores que possuem menores poderes de barganha.

Usualmente, investidores com maior capacidade para aportar grandes somas de recursos em ofertas públicas são denominados de investidores institucionais. Os investidores de varejo, pessoas físicas, usualmente investem somas menores. De acordo com a CVM, a Resolução CVM 30 considera como investidor profissional (equivalente aqui ao institucional) instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelo BCB, companhias

[84] RODRIGUES, STEGEMOLLER, 2021. p. 853.
[85] KRAAKMAN; ARMOUR; DAVIES; ENRIQUES; HASMANN; HERTIG; (et. al.), 2017. p.30.

seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, fundos e clubes de investimentos e, dentre outros, pessoas naturais e jurídicas que possuem investidores financeiros superior a dez milhões de reais[86]. Utilizando o parâmetro da regulamentação brasileira, é possível inferir que os grandes investidores profissionais, além de possuir grandes somas de recursos, normalmente são estruturas e profissionais com ampla experiência e vivência no mundo dos investimentos, o que pode não ser necessariamente o mesmo para outros tipos de investidores.

Somando-se tal caracterização técnica e financeira, em uma oferta pública de SPACs, observou-se que, no mercado americano, os investidores que aderem as SPACs são quase exclusivamente grandes investidores profissionais[87]. Ainda, empiricamente, foi reportado que tais investidores não permanecem com os tais ativos em seus portifólios de investimento em tempo suficiente para a efetivação da de-SPAC[88]. Os titulares das ações de SPACs são alterados quase em sua totalidade, em uma inferência decorrente dessa análise empírica, em todo o período do IPO SPAC até o de-SPAC[89]. Tal comportamento oportunístico foi inclusive identificado em um grupo de fundos de investimento que repetidamente investiam em SPACs com a clara intenção de permanecer apenas durante o período prévio a de-SPAC[90].

O cenário acima retrata um contexto em que investidores institucionais, com maiores recursos e assumindo posições relevantes na composição acionária das SPACs, participam do investimento necessariamente até antes da de-SPAC, e não por todo o ciclo de investimento típico do instrumento financeiro. Esse comportamento ocasiona um ganho oportunista, que em detrimento dos ganhos de longo prazo advindos da valorização das ações quando a SPAC se tornar operacional.

É por meio desse retrato empírico, em que a maior parte dos investidores, institucionais e com amplos recursos para investimento, que aderem ao IPO SPAC sem intenção de

---

[86] Resolução CVM 30. "*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 – assessores 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; e IX – fundos patrimoniais.*"

[87] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022, p. 17.

[88] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022, p. 17.

[89] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022, p. 18.

[90] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022, p. 18.

permanecer, que se identifica custos de diluição da participação societária impostos aos investidores não profissionais que desejam, de fato, permanecer até a de-SPAC. A diluição ocorre porque o *sponsor*, ao verificar os direitos de resgate sendo exercidos pelos investidores institucionais, precisam recuperar os montantes captados para evitar que a SPAC seja liquidada[91]. Com a emissão de novas ações para recompor o montante de recursos necessários para a de-SPAC, os acionistas que permanecem acabam tendo seu valor diluído. O esforço de cooperação exigido para a preservação de valor entre os acionistas da SPAC, nesse sentido, não é cumprido.

O conflito de agência se identifica por conta dos comportamentos oportunísticos de investidores institucionais que não possuem a intenção de permanecer até a de-SPAC. Os investidores, usualmente aplicando valores menores e com menos recursos e *expertise* para acompanhar o mercado, acabando sofrendo as consequências de participar da SPAC até o momento da efetiva transação e ter sua participação diluída. O incentivo perverso gerado pelo conflito é de que, investidores que efetivamente desejam fazer valer os objetivos centrais das SPACs, acabam por arcar com custos não anteriormente divulgados.

Essa falha estrutural, conforme mencionado acima, foi endereçada pela mudança mais recente da SEC, que impôs obrigação de divulgação de informações acerca d diluição, remuneração e conflitos de interesse entre os acionistas e o *sponsor*. Tais medidas focaram justamente na divulgação de informação necessária para a tomada de decisão consciente do investidor, que deverá, com base na análise divulgada pelo *sponsor* e coordenadores, avaliar se os eventuais custos de diluição de que está sujeito compensam o investimento. Até o momento, dado a recente publicação da regra, ainda não é possível analisar os impactos das novas regras para endereçar os conflitos de agência no mercado americano.

No Brasil, ainda, diferentemente das regras especificas editadas pela SEC, por conta da ausência de endereçamento específico das questões próprias das SPACs, entendemos ainda haver espaço para a atuação de comportamentos oportunísticos por parte de investidores em detrimento de outros.

[91] KLAUSNER; OHLROGGE; RUAN, 2022, p. 6.

4. CONCLUSÃO

As SPACs são instrumentos do mercado financeiro extremamente complexos que impõem custos diretos e indiretos aos *sponsors* e investidores. As diversas relações contratuais e regulatórias estabelecidas pela ampla gama de agentes envolvidos nas SPAC, como *sponsor*, acionistas, bancos, auditores e afins, revelam camadas de potenciais conflitos que precisam ser melhor analisados. Num cenário em que parece haver uma tendência de diminuição da atratividade dos *public markets vis-à-vis* os *private markets*, esse veículo de investimento tem o potencial de oferecer uma alternativa que renove a demanda do financiamento via *public markets*. Ao ser observar o mercado americano, medidas regulatórias capitaneadas pela SEC com o instituto de garantir maior *disclosure* para os custos e conflitos aqui apontados, caso consigam preservar a viabilidade econômica das SPACs, podem aparar as últimas pontas pendentes para seu pleno desenvolvimento.

Dos custos e conflitos diretos e indiretos ligados à estruturada das SPACs, entendemos que a necessidade de aprovação dos investidores para a de-SPAC somado ao direito de resgate, independente do voto sobre a aprovação ou não, criou um desalinhamento entre os interesses econômicos e formais das SPACs. Os investidores, com poder de votar e efetivamente se retirar independentemente de seu voto, viabilizaram comportamentos oportunísticos que afetaram os demais investidores interessados em permanecer no investimento até sua efetivação. Esse comportamento gera custos de diluição de participação societária para os investidores interessados em permanecer (i.e., que não exercem o direito de resgate), dado a permanente necessidade de recompor o capital para efetivação da de-SPAC e garantia de remuneração do *sponsor*. O período limitado para efetivação da transação por parte do *sponsor*, a ampla presença de profissionais indicados pelos *sponsor* na administração das SPACs e a vinculação direta de sua remuneração ao sucesso da de-SPAC acabaram gerando um claro incentivo para a efetivação de qualquer transação, e não, necessariamente de uma de-SPAC no melhor interesse dos acionistas.

Aprofundando esses aspectos, identificamos, por meio da análise econômica do Direito, que a governança das SPACs sofre impactos decorrentes conflitos de agência. Tal afirmação não inova, haja vista que, conforme amplamente relatado pela teoria, estruturas contratuais e/ou societárias com algum tipo de relação fiduciária ou de cooperação inerentemente possuem problemas de agência que necessitam de endereçamento. Sob o prisma do *sponsor*, avaliamos que os incentivos para realização de qualquer tipo de transação em detrimento de nenhuma transação para efetivação da de-*SPAC* pode gerar prejuízos aos investidores, que,

por possuir um menor acesso à informação e aos aspectos qualitativos da transação celebrada para o de-SPAC, pode sofrer prejuízos de negócios ruins e/ou pouco interessantes do ponto de vista de investimento.

Sob o prisma da cooperação entre investidores, avaliamos que investidores institucionais, normalmente com maior acesso e capacidade técnica de participar de ofertas públicas, acabam utilizando as SPACs, muitas vezes, de forma oportunística, participando do IPO SPAC para exercer seu direito de resgate sem interesse na de-SPAC. A ausência de interesse em se manter no investimento até a transação impõe custos de diluição da participação aos investidores que desejam efetivamente participar do objetivo principal da SPAC.

A nova regulamentação da SEC buscou endereçar grande parte dos problemas aqui apresentados e amplamente debatidos pela pesquisa acadêmica americana. Conforme detalhado, impôs amplas medidas para divulgação de informações acerca dos conflitos de interesses entre o *sponsor*, SPAC e *target*, informações detalhadas sobre a remuneração direta e indireta do *sponsor* no caso de de-SPAC, informações claras acerca dos custos indiretos de diluição da participação societária dos investidores em caso do exercício do direito de resgate, bem como esclarecimentos acerca da responsabilização dos ofertantes e/ou coordenadores de ofertas públicas na divulgação de projeções.

Tais mudanças desenvolvidas pela SEC decretaram hipóteses de uma possível extinção das SPACs, dado aos custos regulatórios e aumento das responsabilizações dos agentes envolvidos em sua estruturação. Entendemos ainda ser cedo para avaliar tal diagnóstico, especialmente considerando toda a trajetória percorrido por este produto, bem como seu caráter extremamente flexível para se renovar ao longo de décadas.

Até o momento, a regulamentação da CVM acerca das SPACs optou apenas por restringir o acesso de ofertas públicas de SPACs a investidores profissionais e qualificados, com o objetivo de evitar que investidores de varejo, com menores recursos financeiros e técnicos, pudessem sofrer consequências de eventuais prejuízos advindos de SPACs. O entendimento da CVM seria de que a estrutura das SPACs se sujeitaria ao quadro geral já existente para emissores pré-operacionais[92]. Além dessa restrição, não existe nenhum tipo de orientação vinculante para estruturação de SPACs. Ao nosso ver, ao invés de exclusivamente optar por

---

[92] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise: Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.* Disponível em: < https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_Relatorio.pdf > Acesso em: 20.04.2024.

restringir o público que terá acesso as ofertas de SPACs, entendemos ser necessário a elaboração de regulamentação específica para endereçar os conflitos de governança inerentes a essa estrutura.

Entendemos que uma regulamentação e/ou legislação específica de SPACs na jurisdição brasileira deve endereçar os seguintes objetivos:

a) Quanto aos aspectos gerais da qualificação e estruturação das SPACs:

I. Qualificar as SPACs como veículo de investimento especificamente destinado à aquisição de *target* operacional não especificado mediante aprovação prévia de seus investidores;

II. Endereçar os direitos e obrigações decorrentes das duas fases da SPAC, sendo

a. Na fase da SPAC pré-operacional:

i. Avaliar que as SPACs neste momento se assemelham mais à fundo de investimento aberto (dado ao direito de resgate a qualquer tempo) do que à uma companhia não operacional;

ii. Vincular o direito de resgate dos investidores ao momento do voto pela aquisição ou não, uma vez que a falta de relação entre esses dois aspectos pode levar a comportamentos oportunísticos;

b. Na fase de-SPAC:

i. Garantir a ampla divulgação das informações relacionadas à transação aprovada pelos investidores;

c. Na fase SPAC operacional:

i. Esclarecer que, na fase operacional, as SPACs se vincularão as normas incidentes sobre companhias abertas.

b) Quanto ao sponsor:

III. Estabelecer quais entidades autorizadas poderiam exercer a atividade de *sponsor*, com imposição de deveres fiduciários de proteção do patrimônio dos investidores;

IV. Esclarecer quais posições o *sponsor* poderia assumir em uma oferta pública, seja como ofertante, coordenador e/ou prestador de serviço (como, por exemplo, consultor);

V. Garantir que a *conta escrow* seja constituída sob regime fiduciário e se configure como patrimônio separado, para garantir a ausência de comunicação patrimonial entre *sponsor* e recursos dos investidores;

VI. Garantir um período mínimo de investimento pelo *sponsor* para de-SPAC, com possibilidade de prorrogação automática caso o sponsor não encontre opções de investimento;

c) Quanto a oferta pública de SPAC:

VII. Definir, para oferta pública, a divulgação das seguintes informações:

a. Possibilidade de diluição societária dos investidores;
b. Potenciais conflitos de interesse entre sponsor, SPAC e *target*;
c. Remuneração direta e indireta (mesmo que potencial) do *sponsor*;

Os objetivos de tais medidas, uma vez implementadas por regulamentação específica, se aliam aos próprios objetivos da regulamentação em si. Entendemos que os objetivos principais da regulamentação são, em linhas gerais, a proteção aos investidores, a promoção da eficiência de mercado, a criação e preservação de instituições confiáveis e competitivas, e, dentro outros, as restrições para situações de conflitos de interesse[93]. Nesse sentido, ao endereçar de forma mais detalhada os principais problemas relativos a estrutura e governança das SPACs, o regulador fomentará o caminho para seu desenvolvimento.

[93] EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2019. p. 51.

5. BIBLIOGRAFIA

BAI, Jessica. MA, Angela. ZHENG, Miles. *Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs*. Harvard University. Setembro de 2021. Disponível em: https://perma.cc/47DZ-AJKR. Acesso em: 02.04.2022.

BAKER, Ridway M., HEDIN, Randi-Jean. *SPACs – Continuing To Grow and Evolve*. Corporate Counsel Business Journal. Junho, 2007. Disponível em: < https://ccbjournal.com/articles/spacs-continuing-grow-and-evolve> Acesso em: 21.04.2022.

BAZERMAN, Max.; PATEL, Paresh. *SPACs: What You Need to Know*. Harvard Business Review. Julho/Agosto 2021. Disponível em: https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know Acesso em: 22.04.2022.

CASTELLI, Tim. *Not Guilty by Association: Why the Taint of Their "Blank Check" Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies*. Boston College Law Review. Vol. 50. Isse 1. No. 1. 2009. Disponível em: < https://core.ac.uk/download/pdf/71457564.pdf> Acesso em: 05.12.2024.

COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. Harvard Law School. 2022. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4022809 Acesso em: 03.07.2023.

DAVIDOFF, Steven M. *Black Market Capital.* Columbia Business Law Review. Nova York, 2008. Disponível em: < https://journals.library.columbia.edu/index.php/CBLR/article/view/2952> Acesso em: 15.04.2022.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia HENRIQUES, Marcus F. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 4° ed. São Paulo: Quarter Latin, 2019.

FENG, Felix; NOHEL, Tom. TIAN, Xuan. WANG, Wenyu; Wu, Yufeng. *The Incentives of SPAC Sponsors.* Research Paper. Disponível em: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4069007> Acesso em: 07.05.2024.

GILSON, Ronald J. WHITEHEAD, Charles K. *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*. Rock Center for Corporate Governance

Stanford University. Working Paper Series No. 8. August 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991352 Acesso em: 23.07.2024.

HEYMAN, Derek K. *From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response To The Market, And The Market's Response To The Regulation.* Ohio State University. Moritz College of Law, 2006. Disponível em: https://core.ac.uk/download/pdf/159610375.pdf

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics. Rochester, 1976. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X Acesso em: 04.03.2024.

KLAUSNER, Michael.; OHLROGGE, Michael. RUAN, Emily. *A Sober Look at SPACs*. Finance Working Paper n. 746/2021. Instituto de Governança Corporativa Europeia. 2022. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919 Acesso em: 02.04.2022.

KLAUSNER, Michael.; OHLROGGE, Michael. *SPAC Governance: In Need of Judicial* Review. NYU Law and Economics Research Paper No. 22-07. Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 564. 2021. Disponivel em: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3967693> Acesso em: 28.04.2022.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*. Journal of Financial Economics, v. 20, n. 1/2, p. 293-315. 1988. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/sites/scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/mgt-own-mkt-val.pdf Acesso em: 09.04.2024.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca, HASMANN, Henry; HERTIG, Gerar (et. al.). *The Anatomy of Corporate Law.* Oxford University Press. Nova York, 2017.

RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?* Washington University Law Review, 2007. Disponível em: < https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview> Acesso em: 05.01.2022.

RODRIGUES, Usha., STEGEMOLLER, Michael. *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*. Escola de Direito da Universidade da Geórgia., 2012. Disponível em: <https://digitalcommons.law.uga.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1922&context=fac_artchop> Acesso em: 21.04.2022.

RODRIGUES, Usha. STEGEMOLLER, Michael. *Redeeming SPACs*. University of Georgia School of Law Legal Studies Research Paper No. 2021-09. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3906196> Acesso em: 03.03.2024.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*. Release Nos. 33-11048; 34-94546; IC-34549; File No. S7-13-22. p. 8. Disponível em: https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/33-11048.pdf. Acesso em: 02.04.2022.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Rule 419*. Disponível em: < https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419> Acesso em: 28.01.2022.

US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Release Nos. 33-11265; 34-99418; IC-35096; File No. S7-13-22, Special Purpose Acquisition Companies, Shell Companies, and Projections*. 2024. Disponível em: https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/33-11265.pdf Acesso em: 02.04.2024

WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. *The Resurgence of SPACs: Observations and Considerations*. Agosto de 2020. Disponível em: https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.27066.20.pdf Acesso em: 22.09.2021.