



MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA
Professora Auxiliar Convidada na FDUL.
Investigadora do CIDP.
Consultora na PLMJ.



BRUNO FERREIRA
Advogado.
Sócio da PLMJ.

Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): organismos de investimento alternativo?

*Special Purpose Acquisition Companies (SPAC):
alternative investment undertakings?*

RESUMO: O mercado acionista em Portugal precisa de medidas urgentes que permitam o seu desenvolvimento. De entre várias possibilidades surgem as *Special Purpose Acquisition Vehicles* ou SPAC, cuja introdução em Portugal é recomendada pela OCDE. Neste estudo propomo-nos, por um lado, apresentar a estrutura e funcionamento típicos das SPAC e, por outro lado, problematizar a sua qualificação como organismos de investimento alternativo e consequente sujeição à Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo.

Palavras-chave: (i) Special Purpose Acquisition Companies (SPAC); (ii) organismos de investimento alternativo (OIA); (iii) Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo (DGFIA); (iv) Initial Public Offering (IPO); (v) sociedade (não) operacional.

ABSTRACT: The portuguese economy is in distress and requiring new and innovative measures to recovery. A relaunch to be successful needs to be based on sound measures to promote investment and the capitalization of companies.

To this end, the OECD recommends the introduction of a regulatory framework for Special Purpose Acquisition Vehicles (SPAC). In this light, this paper has two purposes: first, to review and explain the structure and functioning of a SPAC; and second to clarify whether SPACs are excluded from the scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive.

Keywords: (i) Special Purpose Acquisition Companies (SPAC); (ii) alternative investment scheme; (iii) Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD); (iv) Initial Public Offering (IPO); (v) (non-)operating company.

SUMÁRIO: *I. Coordenadas gerais: as SPAC como instrumento ao serviço dos gestores de fundos de investimento e forma de dinamizar o mercado de capitais; II. Qualificação das SPAC como organismos de investimento alternativo? 1. Esbatimento de fronteiras entre SPAC e OIA? 2. Valorização das diferenças entre SPAC e OIA; 2.1. O destino da SPAC como sociedade operacional: a natureza necessariamente precária da qualificação com OIA; 2.2. Estrutura democrática e liquidez das ações da SPAC: controlo do investimento por parte dos sócios; 2.3. Ausência de diversificação de riscos das SPAC e o quadro de valores e interesses em jogo no enquadramento legal dos OIA: a estrutural inadequação do regime para fazer face aos desafios colocados pelas SPAC. III. Notas finais*

I. Coordenadas gerais: as SPAC como instrumento ao serviço dos gestores de fundos de investimento e forma de dinamizar o mercado de capitais

Apesar da crise económica resultante da pandemia Covid-19, o ano 2020 registou um número record de entradas no mercado de capitais (no mundo inteiro, 1.322 novas sociedades foram admitidas na bolsa). Esta tendência não foi acompanhada no mercado nacional: entre 2014 e julho de 2021 não existiu qualquer oferta pública de distribuição de ações e/ou admissão de ações à negociação na Euronext Lisbon por um novo emitente (IPO).

O debate sobre as vantagens e inconvenientes de um sistema económico *market-based* ou *bank-based*¹ não foi ainda encerrado,

¹ Cf. *v.g.* Mathias M. Siems, *The foundations of securities law* (10-set.-2008), Acessível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1089747>, 8 ss. sobre as razões pelas quais uma economia

mas o interesse na existência de um mercado de capitais forte é indiscutível. Ainda que o número de IPO seja apenas um de vários indicadores de performance, que, isoladamente considerado, pouco significa sobre a viabilidade de uma economia², não deixa de ser um ponto de partida para aprofundar a reflexão sobre o mercado de capitais. É sabido que a situação da bolsa nacional é preocupante, mas o confronto do nosso mercado de capitais acionista com os demais mercados europeus não deixa de impressionar pela negativa.

A OCDE, no seu *Survey on Access to Finance in Portugal*, auscultou as empresas quanto ao acesso a financiamento. Aquelas que ponderam angariar capitais no mercado invocam como principais razões para não avançarem com um IPO a complexidade regulatória, os custos elevados inerentes ao cumprimento das regras de *corporate governance* e *compliance*, bem como a falta de liquidez do mercado em Portugal. A estas razões somam-se a morosidade do processo de IPO e a existência de custos superiores ao esperado.

Importa, pois, encetar um esforço coletivo urgente para dinamizar o mercado de capitais, desmistificando algumas das razões

não deve basear-se na *bank finance* e as vantagens da *market finance*, não deixando, contudo, de sublinhar que ambos os modelos têm benefícios e inconvenientes. A importância do financiamento baseado no mercado (*direct financing*) e não na banca (*indirect financing*) e, por conseguinte, dos mercados como fonte de financiamento, que canalizam os recursos para as empresas, não pode iludir o facto de que uma forte dependência dos mercados de capitais também apresenta riscos. Por seu lado, o financiamento bancário tem designadamente o benefício da estabilidade, não sendo contaminado pelo fenómeno de *short-termism* dos mercados financeiros. Cf. Siems, *The foundations* cit., 10. Entre nós, cf. v.g. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de corporate finance*, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2015), 123 ss. O tipo de sistema reflete-se, por outro lado, na estrutura de propriedade (concentração acionista) e, consequentemente, nas características do relacionamento entre as sociedades e os investidores, que, num sistema de mercado, se desenvolvem *at arm's length*, ao contrário do que sucede num modelo centrado na banca, em que tipicamente existe um grupo de acionistas a controlar a empresa. Cf. Christoph van der Elst, *Equity markets, ownership structures and control: toward an international harmonization*, em *Capital markets and company law*, coord. Klaus Hopt/Eddy Wymeersch, Oxford University Press: Oxford (2003), 3-46 (4 ss.).
² cf. Stark Watzinger, *Deutschland braucht mehr Börsengänge. SPACs können ein Weg sein, aber nicht der einzige*, NZG 2021, 657 ss. (657).

invocadas, ajustando os obstáculos à entrada no mercado e criando incentivos ao recurso ao mercado acionista.

Uma ferramenta interessante ao dispor do legislador é a introdução, tal como recomendada pela OCDE, das *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC)³, que surgem neste momento como uma das principais formas de trazer empresas para o mercado, em particular nos Estados Unidos da América, onde as SPAC foram responsáveis por 55% dos IPO em 2020⁴.

A introdução das SPAC coloca à disposição dos gestores de fundos de capital de risco um instrumento adicional para estruturar a sua atividade, com diversas vantagens face aos instrumentos já existentes no mercado, nomeadamente a nível da flexibilidade do investimento, resultante da liquidez decorrente do *listing* da sociedade⁵, ao mesmo tempo que se mitigam alguns dos obstáculos que parecem impedir um maior recurso ao mercado acionista.

A configuração das SPAC oferece aos participantes um modelo de investimento híbrido e surge como alternativa ao processo tradicional de IPO, com vantagens não apenas para as empresas que a elas recorrem, mas também para os gestores de fundo de capital de risco nacionais.

³ As características chave e o enquadramento jurídico das SPAC ainda não foi objeto de estudo aprofundado no ordenamento nacional. Sobre estas e o papel que podem desempenhar no mercado nacional cf. Bruno Ferreira, *SPAC: um novo instrumento para os gestores de fundos de capital de risco* (23-jun.-2021), FundsPeople. Acessível em: <https://fundspeople.com/pt/opiniao/spac-um-novo-instrumento-para-os-gestores-de-fundos-de-capital-de-risco/> (consultado a 4 de julho de 2021); *SPAC: uma alternativa ao IPO tradicional* (2-julh.-2021), Exame e *SPAC, pela sobrevivência do mercado acionista nacional* (2-julh.-2021), Jornal Económico. Acessível em: <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/757685-757685> (consultado a 4 de julho de 2021). Já Clemens Just, *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) – Börsengang durch die Hintertür?*, ZIP 36/2009, 1698 (1703), a propósito da resposta do mercado alemão à crise financeira iniciada em 2007/2008, chamava a atenção para a necessidade de o relançamento da economia e dos mercados apostar em soluções inovadoras, como as SPAC.

⁴ Representando 46% das receitas arrecadadas nos IPO. Cf. Wu Guowei Jack, *Will the 2020 SPAC IPOs boom continue?* (2-jun.-2021). Acessível em: <https://www.allaboutalpha.com/blog/2021/06/02/will-the-2020-spac-ipos-boom-continue/> (consultado a 4 de julho de 2021).

⁵ Harald Selzner, *SPAC Transaktionen in Deutschland – Unternehmensübernahmen durch Special Purpose Acquisition Companies*, ZHR 174 (2010), 318 ss. (321).

São sociedades cotadas, não operacionais, cujo único objetivo é investir numa empresa ainda não identificada (daí a designação habitualmente difundida como “*blank cheque company*”), culminando numa operação de combinação com essa empresa (através de uma aquisição ou fusão), chamada de-SPACing⁶.

Os dois grandes momentos da vida de uma SPAC são o IPO e a operação de M&A, sendo que esta depende da aprovação da *business combination* pelos acionistas da SPAC – com direito de saída daqueles sócios que votem contra a operação⁷ – e deve ocorrer no prazo de 18 a 24 meses a contar da data do IPO. Findo esse prazo, caso a operação de M&A não se tenha realizado, a SPAC deve ser liquidada. Nesse caso, os investidores que não sejam promotores devem receber o seu investimento de volta com juros.

Como bem se vê, do prisma dos promotores, o processo de IPO da SPAC pode ser bastante simplificado e rápido, tendo em conta a ausência de atividade da sociedade⁸. Para as empresas alvo este é um meio vantajoso para a entrada no mercado, afigurando-se um caminho particularmente interessante para as startups/scaleups, que obtiveram financiamento numa fase inicial, mas que não conseguem evoluir para outras fases de financiamento, caindo no

⁶ Cf. Bettina Stark Watzinger, *Deutschland* cit., 657.

⁷ No figurino típico, os acionistas que votem contra a *business combination* têm o direito de sair da sociedade. No direito nacional – à semelhança do que já foi notado, *v.g.*, no ordenamento alemão [cf. Patrick Hell, *The SPACs are back – Unternehmensfinanzierung durch Special Purpose Acquisition Companies*, BKR 2021, 26 ss. (31)] –, o princípio da intangibilidade do capital social e a proibição de devolução de entradas implica que o direito de saída dos sócios apenas imperfeitamente possa ser operacionalizado. Ainda assim, julgamos que o direito societário nacional apresenta flexibilidade suficiente para alcançar um resultado equivalente: recorde-se o regime da amortização de ações com redução do capital social ou, caso a operação de de-SPACing seja conformada como uma fusão, na hipótese de previsão estatutária de um direito de exoneração dos sócios que votem contra a operação. É tema sobre o qual nos debruçaremos numa próxima publicação dedicada à compatibilização do funcionamento das SPAC com o direito societário nacional.

⁸ Desafio sobre o qual também nos propomos debruçar em futura publicação dedicada ao enquadramento societário e mobiliário das SPAC.

sugestivamente apelidado *seed valley of death*⁹. De facto, o processo tradicional de entrada no mercado de capitais é exigente: requer meses de preparação, semanas de *roadshows*, com a divulgação a potenciais investidores de informação sobre o emitente¹⁰ e está largamente dependente do ambiente de mercado. Pelo contrário, o *listing* por via de uma SPAC, que previamente angariou capital e já se encontra cotada, permite obviar a estes entraves e consente a entrada na bolsa em alturas de instabilidade do mercado. Importa, também, destacar a maior margem de utilização de estimativas face ao futuro do negócio nos materiais divulgados para a assembleia geral que aprova a operação de M&A.

Porém, não é apenas a simplicidade e rapidez do processo (com menor disrupção para a empresa) que tornam as SPAC particularmente atrativas. O seu funcionamento envolve uma operação de M&A liderada por promotores experientes, com uma avaliação inerente do negócio e que pode ser validada por um aumento de capital quando são necessários fundos adicionais para financiar a operação (através dos chamados PIPE¹¹ ou *private investments in public equity*). Existem aliás salvaguardas legais para assegurar que o encaixe do IPO apenas pode ser usado para a operação de M&A, nomeadamente através do seu depósito junto de um *trustee*.

No que respeita ao funcionamento da empresa pós de-SPACing, podem ser implementadas que permitem assegurar um maior con-

⁹ Sobre as dificuldades de financiamento das startups cf. Ana Perestrelo de Oliveira, *O papel das startups na FinTech e o ciclo de financiamento de startups*, em *FinTech. Desafios da tecnologia financeira*, coord. António Menezes Cordeiro/Ana Perestrelo de Oliveira/Diogo Pereira Duarte, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2019), 255-263 (257 ss.). cf., também, Diogo Pereira Duarte/João Freire de Andrade, *Breves notas sobre o financiamento de start-ups e a sua regulação*, em *Fintech II. Novos estudos sobre tecnologia financeira*, coord. António Menezes Cordeiro/Ana Perestrelo de Oliveira/Diogo Pereira Duarte, Almedina: Coimbra (2019), 217-248 (222).

¹⁰ Sobre este processo, em particular a sua relação com a informação disponibilizada no prospeto, cf. Madalena Perestrelo de Oliveira, *Tutela do investidor perante o emitente no mercado de capitais: um modelo dinâmico de proteção*, Almedina: Coimbra (2021), 180.

¹¹ Cf. Michael Klausner/Michael Ohlrogge/Emily Ruan, *A sober look at SPACs* (28-out.-2020), ECGI – Finance working paper n.º 746/2021. Acessível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3720919>, 9.

trolo aos sócios da empresa alvo, maxime a criação de diferentes categorias de ações ou voto plural¹². Também a operação de M&A pode ter condições de troca/contrapartida que permitam aos acionistas da empresa alvo manter um certo nível de controlo e ter acesso a liquidez.

Porém, o entusiasmo em torno das SPAC tem sido acompanhado por bastantes dúvidas quanto à compatibilidade do seu funcionamento com princípios societários estruturantes (como o princípio da intangibilidade do capital social), questão a que nos dedicaremos em próxima publicação, e ainda quanto à possível subsunção das SPAC no conceito de organismo de investimento alternativo (OIA). É a esta segunda questão que nos propomos responder.

II. Qualificação das SPAC como organismos de investimento alternativo?

A nível europeu não existe uma visão uniforme das autoridades competentes quanto à qualificação das SPAC¹³. A Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo (DGFIA)¹⁴ não enquadra expressamente estes veículos no conceito de OIA. No artigo 4.º/1, a), apresenta-se a definição de fundo de investimento alternativo como:

¹² A possibilidade de as sociedades cotadas emitirem categorias de ações com direito de voto plural já foi defendida por Madalena Perestrelo de Oliveira, *Tutela cit.*, 432 ss. e *Direito de voto nas sociedades cotadas: da admissibilidade de categorias de ações com direito de voto plural às L-Shares*, RDS VII (2015), 2, 435-470. Atualmente, esta possibilidade é prevista na Proposta de Lei n.º 94/XIV/2.^a (artigo 21.º-D), relativa à revisão do Código dos Valores Mobiliários.

¹³ Cf. Claude Humbel/Thomas van Gammeren, *SPACs: the swiss capital markets law perspective*, Swiss Capital Markets Law (9-abr.-2021). Acessível em: <https://www.caplav.ch/2021/spacs-the-swiss-capital-markets-law-perspective/> (consultado a 3 de julho de 2021), s/p.

¹⁴ Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 8 de junho de 2011 relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010.

Um organismo de investimento colectivo, incluindo os respectivos compartimentos de investimento, que:

- i) reúna capital junto de um certo número de investidores, tendo em vista investi-lo de acordo com uma política de investimento definida em benefício desses investidores, e*
- ii) não requeira autorização ao abrigo do artigo 5.º da Directiva 2009/65/CE”.*

O funcionamento das SPAC, em particular a angariação de capital junto do público com o propósito de o empregar na aquisição ou fusão com uma sociedade target, permitiria, num prisma estritamente literal, o seu enquadramento como organismo de investimento alternativo. Aliás, o risco de as autoridades reguladoras competentes virem a qualificar as SPAC como OIA surge elencado nos prospectos de admissão à negociação de várias SPAC cotadas em mercados europeus, na rúbrica dedicada aos “risk factors”.

As dificuldades em estabelecer as fronteiras entre as SPAC e estes organismos já foram notadas por vários autores. As SPAC partilham algumas características estruturais do investimento em capital de risco¹⁵, o que já levou a que se dissesse que, numa acepção ampla, podem ser qualificadas como sociedades de capital de risco¹⁶ ou, pelo menos, encaradas como “primas”¹⁷ destas sociedades, o que justificaria a aproximação do seu enquadramento legal. As SPAC seriam “investimentos alternativos, estruturados como *one shot private equity deal*”¹⁸, funcionalmente equivalentes aos fundos de *private equity*, com a única diferença de angariarem

¹⁵ Cf. Steven Davidoff Solomon, *Black market capital*, Wayne State University Law School Research Paper n.º 7-26. Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=1012042> (consultado a 4 de julho de 2021), 225.

¹⁶ Cf. Daniel Burcheri Haghnejad, *Special Purpose Acquisition Company (SPAC): approche juridique d’un véhicule d’investissement atypique* (15-set.-2018). Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=3415986> (consultado a 4 de julho de 2021), 45.

¹⁷ Assim, Usha Rodrigues/Michael A. Stegemoller, *Exit, voice and reputation: the evolution of SPACs* (24-out.-2011), UGA Legal Studies Research Paper n.º 11-12. Acessível em: <https://ssrn.com/abstract=1948642> (consultado a 4 de julho de 2021), 42.

¹⁸ LORA DIMITROVA, *Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man’s private equity funds”* (12-out.-2016), *Journal of Accounting & Economics*, vol. 63, n.º

capital junto do público¹⁹. No entanto, os autores que se pronunciam neste sentido não são alheios às diferenças existentes entre as SPAC e os OIA. Falta, ainda, quer a nível nacional, quer europeu, um estudo que ultrapasse a simples constatação da existência de algumas semelhanças entre o funcionamento dos dois veículos, resultado ao qual não será indiferente o apenas recente interesse demonstrado pelo mercado europeu em torno destas sociedades. Também a ESMA está ciente das dúvidas que se colocam quanto ao potencial enquadramento das SPAC como fundos de investimento alternativo (FIA)²⁰, tendo, porém, optado por não se pronunciar sobre a questão.

Face à crescente difusão das SPAC e ao papel que expectavelmente virão a desempenhar no mercado de capitais, importa clarificar o seu enquadramento legal. Parece-nos que o concreto funcionamento destas sociedades, conjugado com uma estrutural inadequação dos objetivos prosseguidos pela regulação dos OIA e dos GFIA aos riscos representados pelas SPAC no mercado jogam determinadamente contra o seu enquadramento como veículo de investimento alternativo. Vejamos.

1. Esbatimento de fronteiras entre SPAC e OIA?

As SPAC apresentam algumas características que as podem aproximar dos OIA, tendo já sido dito que, do prisma dos investidores, apostar numa SPAC é, numa fase inicial, semelhante a participar num fundo de capital de risco²¹.

1, 2017. Acessível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2139392 (consultado a 4 de julho de 2021), 1.

¹⁹ Cf. Selzner, *SPAC* cit., 322.

²⁰ Cf. ESMA, *Consultation paper. Guidelines on key concepts of the AIFMD*, ESMA/2012/845. Acessível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf> (consultado a 4 de julho de 2021), ponto 55.

²¹ Cf. Selzner, *SPAC* cit., 320.

A diluição de fronteiras entre as SPAC e os organismos de investimento coletivo²² é notória nas várias fases da vida da sociedade, desde a angariação de fundos até ao momento em que se consolida como sociedade operacional ou é dissolvida.

I. Na fase da angariação de capital, é decisiva a confiança depositada pelos investidores nos promotores da sociedade (incluindo-se aqui não apenas os promotores, iniciadores ou *sponsors* que investem na sociedade e organizam o processo, mas também os titulares dos órgãos sociais que a gerem)²³. Tal como acontece na subscrição de unidades de participação de fundos de capital de risco (FCR) ou de ações de sociedades de investimento em capital de risco (SCR), na oferta pública de distribuição da SPAC, os acionistas não sabem como vai ser canalizado o seu investimento. Muitas vezes, o prospecto não delimita o sector de atividade no qual esta sociedade poderá investir, pelo que os investidores confiam no juízo e na experiência dos promotores para escolherem os alvos de investimento. A entrega de capital traduz um verdadeiro “cheque em branco” passado aos promotores da SPAC.

Por isso, tal como acontece no caso dos fundos de investimento, a reputação é um fator crucial neste sector²⁴. O investimento num OIC ou numa SPAC implica, necessariamente, um voto de confiança na gestão, com uma intensidade que não encontra paralelo no caso de participação numa comum sociedade anónima.

II. Durante a vida da SPAC, o modelo de remuneração dos promotores apresenta semelhanças com o dos gestores de fundos de capital de risco. Na medida em que o seu rendimento se encontra diretamente dependente da valorização do investimento, os promotores das SPAC e os gestores dos OIA apresentam incentivos para encetar aquisições geradoras de valor.

²² Para um elenco, tanto dos traços comuns, como dos distintivos entre os organismos de investimento alternativo e as SPAC, cf. Haghnejad, *Special* cit., 45-48.

²³ Cf. Selzner, *SPAC* cit., 320.

²⁴ Mathew D. Cain/Steven M. Davidoff/Antonio J. Macias, *Broken promises: the role of reputation in private equity contracting and strategic default* (set.-2012), AFA 2012 Chicago meetings. Acessível em <https://ssrn.com/abstract=1540000> (consultado a 4 de julho de 2021), 10.

Ainda que os administradores das SPAC não auferam remuneração fixa – contrariamente aos gestores de fundos de investimento²⁵ –, tipicamente são titulares de ações correspondentes a 20% do capital social da SPAC, o que aproxima bastante a estrutura de remuneração dos fundos de capital de risco em que os respetivos gestores têm direito a uma remuneração variável sobre o lucro gerado acima de um determinado rendimento assegurado aos investidores. Assim, a remuneração da administração da SPAC depende da rentabilidade da *business combination*, da mesma forma que o sucesso do investimento em capital de risco depende da valorização das sociedades investidas²⁶.

III. Tanto as SPAC como os fundos de capital de risco se caracterizam por um horizonte de investimento temporalmente limitado. Embora a referência legal expressa ao caráter temporário do investimento tenha sido eliminada (pelo DL n.º 56/2018, de 9 de julho) da definição de capital de risco constante do RJCR, essa limitação não só se verifica na prática, como também resulta dos objetivos prosseguidos pelo investimento: este visa a aposta em instrumentos de capital próprio e alheio em empresas com elevado potencial de desenvolvimento como forma de beneficiar da sua valorização, o que depende necessariamente de uma operação de desinvestimento. Daqui resulta o caráter necessariamente precário do investimento, o que, aliás, transparece em várias traços do regime jurídico. Também as SPAC apresentam um horizonte temporal limitado para a execução da operação de de-SPACing (normalmente, 18 a 24 meses).

²⁵ A distinção justifica-se na medida em que, tipicamente, os administradores das SPAC não se dedicam a tempo integral a procurar uma sociedade na qual investir, ao passo que os gestores de fundos de capital de risco dedicam todo o seu tempo a essa atividade. Assim, cf. Haghnejad, *Special* cit., 46.

²⁶ Como é sabido, de acordo como artigo 3.º/1 do Regime jurídico do capital de risco, empreendedorismo social e investimento especializado (RJCR), aprovado pela lei n.º 18/2015, de 4 de março, “considera-se investimento em capital de risco a aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, *como forma de beneficiar da respetiva valorização*” (itálico nosso).

Porém, mais do que evitar a estagnação de fundos, a definição clara do período no qual deve ser realizada a aquisição serve o propósito de motivar a administração a encontrar a sociedade *target*²⁷. A coincidência entre o caráter limitado do horizonte de investimento das SPAC e dos fundos de capital de risco é, pois, meramente accidental, não cumprindo os mesmos objetivos nem protegendo os mesmos interesses.

2. Valorização das diferenças entre SPAC e OIA

Se é certo que entre o funcionamento das SPAC e dos OIA podem ser encontrados alguns traços comuns, a verdade é que estes não correspondem a aspetos estruturais da sua atividade. Às semelhanças sobrepõem-se variados traços distintivos da atuação destes veículos e, acima de tudo, o seu funcionamento não convoca os mesmos valores e interesses, nem reclama o mesmo nível de proteção dos investidores e do mercado. É sobre estes aspetos que nos debruçamos de seguida.

2.1. O destino da SPAC como sociedade operacional: a natureza necessariamente precária da qualificação como OIA

No momento em que a *business combination* se concretiza, seja por via de uma aquisição da sociedade alvo, seja por via de uma fusão (que assume uma forma próxima de uma *reverse merger* ou *reverse IPO*²⁸), a SPAC perde a característica de sociedade veículo para passar a ser uma sociedade operacional ou uma sociedade ges-

²⁷ Cf. Haghnejad, *Special* cit., 47.

²⁸ O de-SPACing distingue-se, porém, de uma *reverse merger* na medida em que nesta operação, tipicamente, uma sociedade maior não cotada se funde com uma sociedade mais pequena e cotada (daí a ideia de *reverse IPO*), mas, ao contrário do que acontece no de-SPACing, a sociedade mais pequena é uma sociedade operacional. Cf. Just, *Special* cit., 1698. No entanto, o de-SPACing pode assumir as mais variadas formas. Cf. Ingo Weber, *Special Purpose Acquisition Companies aus Sicht der Bilanzierung nach IFRS*, IRZ 2010, 71 (72).

tora de participações sociais. Nesse momento, não existem dúvidas que não pode ser qualificada como OIA.

Caso a SPAC passe a assumir o figurino de SGPS, ficará expressamente de fora do âmbito de aplicação da DGFIA (artigo 2.º/3, a), DGFIA).

Já se a operação de M&A implicar que a SPAC passe a ser uma sociedade operacional, deixa de apresentar qualquer dos traços característicos que a aproximam destes organismos. Aliás, é por este motivo que, na Suíça, a *Loi fédérale sur les placements collectifs de capitaux*, de 23 de junho de 2006, no seu artigo 2.º/2, d), esclarece que não se submetem ao regime dos OIA as sociedades “que exerçam uma atividade comercial ou industrial”. Em Portugal, não existe norma paralela, mas a mesma conclusão resulta dos elementos chave que caracterizam os organismos de investimento alternativo.

Esta consideração leva a concluir que a SPAC, a ser considerada um organismo de investimento coletivo, sempre o seria apenas a título provisório ou precário (até ao momento do de-SPACing), o que parece colidir frontalmente com o regime destes organismos. Se, por um lado, a execução da *business combination* não teria aptidão para operar a transformação da natureza jurídica da SPAC, por outro lado, o enquadramento legal da transformação dos organismos de investimento coletivo é marcado por um princípio da tipicidade das modalidades de transformação admitidas²⁹. O regime jurídico apenas autoriza a transformação de um OIC aberto em fechado e vice versa, de um OIA em valores mobiliários num OIC em valores mobiliários, de um organismo de investimento em ativos não financeiros em organismo de investimento imobiliário, incluindo especial, ou em organismo de investimento alternativo em valores mobiliários e de organismo de investimento imobiliário em organismo especial de investimento imobiliário e vice versa (artigo 102.º/1 do Regula-

²⁹ Por imposição do artigo 28.º/4 do RGOIC (Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 17/2014, de 24 de fevereiro), o regime jurídico da transformação dos organismos de investimento coletivo pode ser encontrado no Regulamento da CMVM n.º 2/2015, republicado pelo Regulamento da CMVM n.º 3/2020 e com as alterações introduzidas pelos Regulamentos da CMVM n.º 6/2020 e 9/2020.

mento da CMVM n.º 2/2015). O regime serve um objetivo específico de tutela do investimento e proteção da posição do participante: a alocação de fundos num determinado tipo de organismo implica a adstrição do capital a uma finalidade especial, sindicada pelo elenco legal das operações permitidas e proibidas a esses veículos. Esta vinculação do investimento e um escopo determinado não deve ser colocada em causa por via de uma transformação do organismo. A previsão de um direito de resgate dos participantes do OIC aberto objeto de transformação (artigo 100.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2015) em nada altera estas conclusões. O direito de saída dos participantes representa sempre uma solução de *ultima ratio* resultante de uma inaptidão de o legislador tutelar os investidores por outra via alternativa.

Conclui-se que, na medida em que a SPAC foi constituída com o propósito, apresentado e explicado aos investidores no prospeto, de se tornar numa sociedade operacional por via da aquisição ou fusão com outra sociedade, todo o regime da transformação dos OIC se encontra desajustado à materialidade desta operação.

Embora durante um curto período de tempo se possa considerar que as SPAC não são sociedades operacionais, a verdade é que desde o momento da sua criação que funcionam de forma mais próxima de uma sociedade operacional do que de um OIA. Isso é notório, por exemplo, na forma de criação de valor numa SPAC, que resulta, tal como em qualquer outra sociedade operacional, de fatores internos (no caso, o sucesso da operação de de-SPACing) e não apenas da valorização das sociedades investidas.³⁰

Existe já enquadramento legal em Portugal (e noutras jurisdições europeias) para um veículo que pode assumir também temporariamente uma natureza não operacional, mas que nem por isso se considera estar sujeito ao regime dos OIA. Trata-se das sociedades de investimento e gestão imobiliária reguladas pelo Decreto-Lei n.º 19/2019, de 28 de janeiro. Também são sociedades cujas ações

³⁰ Cf. Humbel/van Gammeren, *SPACs* cit., s/p.

devem ser admitidas em mercado e que recolhem capitais para posterior investimento em ativos³¹.

2.2. Estrutura democrática e liquidez das ações da SPAC: controlo do investimento por parte dos sócios

I. Do prisma do acionista, a participação numa SPAC coloca-o na dupla posição de sócio e de investidor, assumindo-se de pleno a dualidade tradicional do direito das sociedades do acionista-empresendedor e do acionista-investidor³². A posição do sócio da SPAC, analisada de qualquer destes primas, distingue-se da posição em que se encontra um participante de um organismo de investimento alternativo.

II. A posição de sócio de uma SPAC e de sócio/participante de um OIA é radicalmente diferente. Um dos traços característicos do funcionamento das SPAC – e que as destaca de forma clara dos organismos de investimento coletivo – é a necessidade de a *business combination* ser aprovada em assembleia geral (por maioria simples), prerrogativa que não assiste aos participantes em organismos de investimento em capital de risco, nos quais as decisões de investimento são exclusivamente tomadas pela entidade gestora. O *status socii*, maxime o direito de voto, do acionista da SPAC não é, pois, prejudicado pela natureza da sociedade enquanto veículo de aquisição de empresas. Já o participante num OIA vê a sua posição de investidor valorizada a troco da limitação de direitos sociais, por via da delegação nos gestores do organismo do poder de decisão quanto aos concretos investimentos a realizar. A independência

³¹ Veja-se o caso da ORES SIGI, a primeira empresa de investimento imobiliário a adotar a forma de SIGI e a utilizar uma forma de financiamento semelhante às SPAC. Cf. Euronext, *Notícias da bolsa* (jan.-2021). Acessível em: www.euronext.com (consultado a 4 de julho de 2021), 10.

³² Valorizando os traços distintivos, ainda que muitas vezes sobrepostos, da posição de sócio e de investidor, que fundamentam soluções específicas de tutela do investidor cf. Madalena Perestrelo de Oliveira, *Tutela cit., passim*.

da gestão dos OIA, em particular no que diz respeito às decisões de investimento, é um princípio central da sua regulação, defendido ferozmente pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, ainda que por vezes chocando de frente com o alinhamento de interesses entre os diferentes *stakeholders*, especialmente num cenário em que se tratem de profissionais.

Em ordenamentos jurídicos como o suíço, onde, como se escreveu *supra*, se esclarece expressamente que as sociedades com atividade comercial ou industrial não se sujeitam ao enquadramento jurídico dos organismos de investimento alternativo, discute-se que características devem revestir as sociedades para serem consideradas operacionais. O Supremo Tribunal Federal Suíço³³ já se pronunciou no sentido da impossibilidade de definição de um critério único para densificar a noção de sociedades operacional: a sua qualificação depende, pois, de uma avaliação global do funcionamento do veículo de investimento. Ainda assim, este Tribunal esclareceu – em linha com a opinião do Tribunal Federal Administrativo³⁴ – que uma sociedade não deve ser qualificada como OIA caso os investidores assumam poderes de tal forma extensos que, na prática, sejam eles a tomar as decisões de investimento.

Ora, é precisamente isso que sucede nas SPAC: embora a administração procure e sugira a sociedade alvo para a operação de de-SPACing, são os sócios que controlam a decisão de investimento. Por um lado, o direito de voto dos acionistas das SPAC concede-lhes um poder que os demarca da posição passiva a que estão condenados os investidores em organismos de investimento coletivo. Por outro lado, os acionistas que votem contra a operação mantêm pleno controlo do seu investimento, na medida em que podem exercer a opção de sair da sociedade.

³³ BGer 2C_571/2009 (5-nov.-2010). Acessível em: https://www.bger.ch/ext/eurospider/live/de/php/aza/http/index.php?highlight_docid=aza%3A%2F%2F05-11-2010-2C_571-2009&lang=de&type=show_document&zoom=YES& (consultado a 4 de julho de 2021).

³⁴ BVGer B-4312/2008 (31-jul.-2009). Acessível em: https://entscheidsuche.ch/direkt_bund%2Fbvger%2FB-4312-2008.pdf (consultado a 4 de julho de 2021).

Ou seja, não existindo nas SPAC uma administração com poderes discricionários para direcionar o investimento e desinvestimento dos fundos recolhidos junto do público, estas não devem merecer a qualificação de OIA. O (re)direcionamento do controlo da decisão de investimento da administração para os sócios que se verifica nas SPAC torna-se notório no facto de o capital angariado se encontrar depositado numa conta *escrow*, não podendo ser utilizado a não ser para concretizar a operação de de-SPACing aprovada pelos sócios.

III. Também do prisma da posição de investidor se verifica uma cisão significativa entre os dois veículos. Os organismos de investimento em capital de risco são OIA fechados (artigo 3.º/2 do RJCR), o que significa que as unidades de participação “não podem ser objeto de resgate, salvo disposição legal ou regulamentar em contrário” (artigo 10.º/3 do RGOIC). A liberdade de desinvestimento dos participantes encontra-se, pois, coartada, ao contrário do que sucede com os sócios das SPAC, cujas ações são líquidas, por se encontrarem admitidas à negociação em mercado.

O estatuto de sócio-investidor de uma SPAC não se confunde, pois, com a posição do investidor num OIA.

2.3. Ausência de diversificação de riscos das SPAC e o quadro de valores e interesses em jogo no enquadramento legal dos OIA: a estrutural inadequação do regime para fazer face aos desafios colocados pelas SPAC

Determinante na obtenção de uma resposta definitiva na discussão que ora travamos é a análise da natureza jurídica das SPAC à luz da teleologia subjacente ao enquadramento legal dos OIA, em particular, à DGFIA.

A DGFIA não estabelece um regime jurídico dos FIA, por considerar que seria desproporcionado regulamentar a estrutura ou a composição das suas carteiras³⁵. Dedicar-se, apenas, a estabelecer

³⁵ Considerando 10 da DGFIA.

requisitos em relação à forma como os gestores de fundos de investimento alternativo (GFIA) devem gerir os FIA sob sua responsabilidade³⁶. O foco da diretiva é a tutela dos interesses dos investidores conjugada com a proteção dos mercados³⁷. Esta orientação teleológica é particularmente notória nos pressupostos em que assenta a Diretiva, bem como em vários traços que caracterizam o seu regime.

A constatação de que os FIA podem contribuir para a acumulação de riscos sistémicos e perturbações no mercado justifica a regulamentação a nível europeu da atividade de gestão dos FIA. Os gestores de fundos de investimento alternativo são responsáveis pela gestão de um volume significativo de ativos investidos na UE e podem exercer uma influência importante nos mercados e empresas em que investem, com potencial para disseminar e amplificar os riscos no sistema financeiro³⁸. Muitas estratégias aplicadas pelos GFIA são vulneráveis em relação a vários riscos que afetam os investidores, os restantes intervenientes nos mercados e os próprios mercados³⁹, o que justifica a particular atenção que o legislador europeu lhes dispensa.

A teleologia subjacente à DGFIA é particularmente evidente em alguns aspetos do seu regime. Pense-se que a Diretiva não é aplicável aos organismos que investem exclusivamente o património privado de investidores sem angariar capital exterior, como é o caso dos *family office vehicles*⁴⁰, o que revela que aí onde a necessidade de proteção dos investidores não se faça sentir, não tem lugar a aplicação da Diretiva. Por outro lado, o enquadramento europeu prevê um regime simplificado para os GFIA cujo valor agregado dos FIA por si geridos seja inferior a um determinado limiar (100 milhões de EUR) ou não recorram ao efeito de alavanca e não concedam direito de reembolso aos investidores durante o período de cinco

³⁶ Considerando 14 da DGFIA.

³⁷ Aliás, qualquer separação entre a proteção institucional do mercado e a proteção individual dos seus participantes ignora a interação entre a tutela de um e de outros, que se condicionam e fundamentam entre si. Cf. Madalena Perestrelo de Oliveira, *Tutela* cit., 123.

³⁸ Considerando 1 e 2 da DGFIA.

³⁹ Considerando 3 da DGFIA.

⁴⁰ Considerando 7 da DGFIA.

anos, quando o valor agregado dos fundos geridos não ultrapasse os 500 milhões de EUR. A *ratio* deste aligeiramento resulta da constatação de que é pouco provável que “as atividades destes GFIA venham a ter individualmente consequências significativas para a estabilidade financeira”⁴¹.

Estas conclusões encontram-se alinhadas com o objetivo expressamente assumido nos considerandos 92 e 94 da Diretiva, onde se pode ler que a DGFIA pretende “estabelecer um quadro capaz de lidar com os riscos potenciais que podem advir das actividades dos GFIA”⁴², assim garantido “um nível elevado de protecção dos investidores”⁴³.

Importa, pois, indagar se os riscos particulares representados pela gestão de FIA, tal como identificados pelo legislador europeu e que subjazem ao regime da Diretiva, se encontram também associados ao funcionamento das SPAC, levando a que os seus sócios mereçam esta camada adicional de protecção.

Neste ponto, a resposta é indubitavelmente negativa.

Por um lado, a estratégia de investimento tipicamente encetada por uma SPAC não cria ou intensifica riscos sistémicos, nem representa, para os sócios-investidores, perigos adicionais face aos que resultam do investimento em qualquer comum sociedade anónima cotada. Ao contrário do que acontece em qualquer OIC, em que se verifica uma diversificação de riscos por via do investimentos em diferentes ativos e em movimentos de investimento e desinvestimento, as SPAC são normalmente criadas para serem combinadas com uma única sociedade *target*. Os riscos que uma operação deste tipo representa para o mercado e para os investidores não são, portanto, diferentes daqueles que se verificam em qualquer operação de aquisição ou fusão de duas sociedades operacionais.

Por outro lado, a estrutura típica de funcionamento de uma SPAC assegura aos acionistas a sujeição a um nível de risco consideravelmente inferior àquele que resulta do investimento num

⁴¹ Considerando 17 da DGFIA. Ainda assim sujeitam-se à Diretiva pela possibilidade de causarem riscos sistémicos.

⁴² Considerando 92 da DGFIA.

⁴³ Considerando 94 da DGFIA.

OIA. Pense-se que o depósito numa conta *escrow* da maioria dos fundos angariados no IPO que apenas pode ser mobilizada para a operação de de-SPACing limita a possibilidade de esses fundos serem desviados a favor da administração. Paralelamente, os investidores podem controlar o nível de risco a que se sujeitam por via da possibilidade de saírem da SPAC caso votem contra a *business combination* ou, simplesmente, por meio da alienação das ações da SPAC no mercado⁴⁴.

Ora, se o risco específico que subjaz ao regime da DGFIA não é espoletado nem intensificado pelo funcionamento das SPAC, então, não deve ser convocada a aplicação da Diretiva europeia. Se os sócios da SPAC não ficam sujeitos a um risco comparável aos investidores num OIA, devem evitar-se leituras formais do regime jurídico europeu que ignorem o seu propósito. Aliás, a estrutural inadequação da DGFIA para regular a gestão das SPAC reflete-se na difícil harmonização das normas europeias com o funcionamento de uma sociedade deste tipo. A título de exemplo, refira-se que:

- os promotores das SPAC não são remunerados de forma idêntica aos gestores dos FIA. Torna-se, por isso, deslocada uma eventual aplicação da DGFIA, na parte em que pretende garantir a adequação das estruturas de remuneração a uma gestão sã dos riscos e ao controlo de comportamentos de assunção de riscos, em particular porque os promotores da SPAC não beneficiam de uma remuneração fixa, pagável independentemente do sucesso do investimento;
- o enfoque dado pela DGFIA à “avaliação fiável e objetiva dos ativos” e o desiderato de que o processo de avaliação e de cálculo do valor líquido de ativos seja “funcionalmente independente da gestão de carteiras”, bem como que a política de remuneração dos GFIA previna os conflitos de interesses e evite influências indevidas nos empregados⁴⁵ não se adequa ao funcionamento das SPAC. O património da SPAC, diferentemente do que sucede nos OIA, é composto por capital, depo-

⁴⁴ Humbel/van Gammeren, *SPACs* cit., s/p.

⁴⁵ Considerando 29 da DGFIA.

sitado junto de um *trustee*, tornando deslocadas as normas de avaliação de ativos. Existe, aliás, uma cotação de mercado que reflete necessariamente o valor desses ativos.

Mesmo uma leitura mais formal da DGFIA teria de ultrapassar alguns obstáculos, em particular no que respeita ao pressuposto de que nos FIA a recolha de capital é realizada “de acordo com uma política de investimento” o que não acontece com as SPAC e justifica aliás a designação tradicional norte-americana de blank cheque company.

Isto não significa que ao funcionamento das SPAC não se encontrem associadas preocupações de tutela do investidor e do mercado. Simplesmente, essa proteção, enquanto princípio transversal a todo o direito mobiliário, é alcançada pelo esquema de funcionamento típico destes veículos⁴⁶. Recorde-se:

- (i) o limite temporal existente para, após o IPO, implementar a *business combination*, com a conseqüente dissolução e liquidação da sociedade caso esse prazo não seja cumprido;
- (ii) a *business combination* deve ser aprovada pelos acionistas em assembleia geral;
- (iii) aos sócios que votem contra a *business combination* deve ser devolvido, com juros, o valor investido e depositado junto de um *trustee* (a compatibilidade deste mecanismo com o direito societário nacional será objeto de estudo em próxima publicação);
- (iv) a admissão do capital social das SPAC à negociação no mercado concede aos sócios investidores uma participação líquida, que pode ser alienada em qualquer momento, sem necessidade de esperar pelo de-SPACing;
- (v) os deveres permanentes de informação a que a SPAC se encontra sujeita também acautelam a tutela informativa dos investidores, em particular no que respeita aos termos da *business combination*.

⁴⁶ cf. Selzner, *SPAC* cit., 320.

Daqui resulta, pois, que a não sujeição das SPAC à DGFIA não implica uma desproteção dos investidores nem do mercado.

III. Notas finais

As SPAC são um instrumento adicional para os gestores de fundos de capital de risco estruturarem a sua atividade, com diversas vantagens face aos instrumentos já existentes no mercado, ao mesmo tempo que permitem mitigar alguns dos obstáculos que parecem impedir o recurso ao mercado acionista.

Para que o entusiasmo em torno das SPAC se traduza numa efetiva aposta dos investidores e promotores, importa definir, de forma clara e segura, o enquadramento legal destes veículos. Nesse esforço de aplicação do sistema à nova realidade societária e mobiliária, questiona-se se as SPAC devem ser qualificadas como organismos de investimento alternativo.

As SPAC, desde que adequadamente constituídas, não se submetem ao regime europeu aplicável aos gestores dos fundos de investimento alternativo nem ao regime nacional dos OIA. A sua estrutura de funcionamento típica, os valores e interesses em jogo, bem como a forma como promovem a valorização do investimento colocam, determinadamente, as SPAC de fora do universo dos organismos de investimento coletivo. O poder de influência sobre a decisão de investimento, ou de-SPACing, que é atribuído aos sócios de uma SPAC não encontra paralelo nos organismos de investimento coletivo (antes pelo contrário), o que, conjugado com a sua forma de gerar valor, que a diferencia de uma sociedade não operacional, marca uma fronteira nítida entre as SPAC e os OIA. Por outro lado, o funcionamento destas sociedades importa em riscos acrescidos para o investidor face ao funcionamento de uma comum sociedade cotada, não se justificando a atribuição da camada extra de proteção dos investidores que resultaria da aplicação da DGFIA. Também do prisma dos riscos de mercado não se reclama o enquadramento das SPAC no regime especial dos organismos de investimento coletivo.

Naturalmente, estas conclusões não desoneram o intérprete aplicador de uma análise casuística da concreta estrutura e funcionamento da SPAC, de forma a confirmar os resultados aqui apresentados.

