

Entendimento da CMVM sobre a admissibilidade em Portugal de SPAC (Special Purpose Acquisition Companies)

5 de abril de 2022

A CMVM considera ser admissível a cotação em mercado nacional das ações de empresas com especial propósito aquisitivo, comumente designadas SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*), que têm emergido em outros mercados, designadamente na Europa, e que não encontram proibição na legislação nacional.

À semelhança do que sucede em outros Estados Membros (p.e., Países Baixos, Alemanha, França e Itália), entende-se que a admissão à negociação das ações de SPAC não está dependente de um enquadramento legal nacional específico, até porque essa intervenção normativa nacional não poderia afastar nem alterar as regras de admissão à negociação de cariz europeu.

Dado o seu potencial em termos de promoção e agilização do acesso a mercado por novas empresas¹, através da abertura do respetivo capital, e considerando as características que a figura tem vindo a assumir na prática de outras jurisdições, revela-se oportuno identificar as condições que, no entendimento da CMVM, deverão verificar-se em momento prévio à admissão à negociação das ações de SPAC, nomeadamente para efeitos de dispensa de requisitos legais que pressupõem o exercício de atividade há pelo menos 3 anos.

A identificação de tais condições permite assinalar ainda os principais riscos a que os investidores devem estar particularmente atentos, o que adquire especial relevo considerando que a figura da SPAC tem vindo a evoluir em espaços de ausência de regulação específica, e com uma configuração variável em função de cada caso concreto. É por isso importante que o investidor afira com particular cuidado a sua capacidade para assumir os riscos inerentes ao investimento em tal figura.

Através do presente entendimento procura-se, assim, definir um quadro claro a que deverá obedecer a promoção de SPAC em Portugal, enquanto via para o investimento em empresas, mitigando riscos para investidores que contactem pela primeira vez com esta nova realidade. A eventual oferta de ações de SPAC junto de investidores não profissionais deve ser rodeada de especiais cuidados informativos e de uma exigente e rigorosa observância das regras de proteção dos investidores pelos intermediários financeiros, em particular no que diz respeito à aplicação das normas no âmbito da governação de produtos e respetiva delimitação do mercado-alvo.

¹ A admissibilidade desta figura foi recentemente identificada pela OCDE como uma oportunidade para a dinamização do mercado de capitais português.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO
2. ADMISSIBILIDADE GERAL DA FIGURA
3. REQUISITOS DE ADMISSÃO DAS AÇÕES DAS SPAC
4. EXPECTATIVAS EM TERMOS DE CONTEÚDO DO PROSPETO (DE OFERTA PÚBLICA OU DE ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO)
5. NOTAS FINAIS

1. INTRODUÇÃO

As SPAC constituem, tipicamente, veículos sem atividade operacional cujas ações são admitidas à negociação com vista à integração (por fusão, aquisição de participação social ou de ativos), num breve período de tempo (necessariamente posterior à admissão à negociação), de outras sociedades com atividade operacional.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (**CMVM**) aprovou e revê-se na [declaração pública](#) sobre requisitos em matéria de divulgação e proteção de investidores no que respeita a prospectos de SPAC, divulgada em julho de 2021 pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (**ESMA**) (**Declaração da ESMA**).

Com a divulgação da referida declaração, deu-se o primeiro passo no sentido da harmonização de práticas no escrutínio de prospectos de SPAC. Contudo, a CMVM, em conjunto com as demais autoridades nacionais competentes, ao nível da ESMA, continuará a monitorizar a atividade de SPAC, no sentido de adequar a atuação futura aos desenvolvimentos que a figura venha a conhecer.

2. ADMISSIBILIDADE GERAL DA FIGURA

Ainda que as SPAC não sejam uma figura regulada por legislação específica no nosso ordenamento, a CMVM não identifica impedimentos jurídicos à constituição de sociedades que revistam as suas características típicas.

Com efeito, o ordenamento jurídico nacional dispõe já de mecanismos que permitem enquadrar as principais características que as SPAC têm vindo a assumir em jurisdições onde originariamente emergiram, nomeadamente:

i. Flexibilidade quanto à tipologia de valores mobiliários e às estruturas de voto e de controlo

A legislação nacional² possui já enquadramento para os valores mobiliários tipicamente emitidos por uma SPAC.

Com efeito, aquela permite não só a emissão de ações ordinárias como de outras categorias de ações que atribuam direitos diferentes. A título ilustrativo, destacam-se as ações preferenciais sem direito de voto (os seus subscritores participam nos lucros mas não podem votar em Assembleia Geral) e as ações preferenciais remíveis (sujeitas a amortização). Adicionalmente, o CdVM (art. 21.º-D) passou recentemente a admitir a emissão de ações com voto plural (até 5 votos por ação) em sociedades cotadas³, permitindo aos fundadores manter o controlo sem necessidade de detenção da maioria do capital social.

A emissão de *warrants* – conforme é prática neste tipo de operações – é igualmente admitida, vigorando um regime legal específico aplicável aos mesmos (Decreto-Lei n.º 172/99, de 20 de maio e Regulamento da CMVM n.º 5/2004).

É igualmente admissível a emissão de obrigações convertíveis ou obrigações com *warrant*, nos termos previstos no CSC.

ii. Duração limitada da SPAC

A legislação nacional (CSC) permite que as sociedades prevejam estatutariamente um período de duração limitada, ainda que prorrogável (conforme prática de mercado nas SPAC).

iii. Proteção dos fundos aportados pelos investidores

Tipicamente, os fundos recebidos pela SPAC no respetivo IPO (oferta pública inicial) são alocados a uma conta aberta junto de um terceiro (*escrow account*), sendo os respetivos montantes apenas mobilizáveis nos termos expressamente previstos no prospeto e no contrato de *escrow* (normalmente, para pagamento dos custos com a aquisição da sociedade-alvo ou para o reembolso dos investidores nos termos dos direitos de saída que lhes assistam, sem prejuízo de parte poder ser utilizada para cobrir despesas de funcionamento da SPAC).

Ainda que o ordenamento jurídico nacional não preveja um mecanismo de segregação dos montantes aportados no contexto de uma oferta de valores mobiliários, nem um regime específico para o contrato de *escrow*, este contrato é admissível e comumente utilizado no comércio jurídico. Em alternativa, poderão ser acordados outros mecanismos com vista a acautelar que os fundos apenas são mobilizados, a benefício dos investidores, mediante intervenção de um terceiro.

² Código das Sociedades Comerciais (CSC) e Código dos Valores Mobiliários (CdVM).

³ Em mercado regulamentado ou sistema de negociação multilateral

iv. Mecanismos de saída disponibilizados aos investidores

Encontram-se disponíveis diversos mecanismos legais ou contratuais que podem permitir o reembolso do investimento realizado (mesmo que apenas em parte⁴) – incluindo na sequência do anúncio da(s) concreta(s) sociedade(s) operacional(is) objeto de combinação com a SPAC – nomeadamente a *amortização* ou *remição de ações*, possibilidade de *exoneração* em caso de fusão, aquisição de *ações próprias* (todos sujeitos aos limites da legislação societária, incluindo quanto à conservação de capital) ou um direito de venda.

3. REQUISITOS DE ADMISSÃO DAS AÇÕES DAS SPAC

As normas legais que disciplinam, hoje, a admissão a mercado regulamentado de ações de um novo emitente, exigem, em regra, que este apresente um historial financeiro de pelo menos 3 anos⁵, requisito que, por definição, uma SPAC não pode cumprir (dado não ter atividade operacional e não ter habitualmente uma tal longevidade).

Porém, a lei⁶ admite que a CMVM dispense tal requisito quando:

- Os interesses do emitente e dos investidores o aconselhem;
E, sempre que
- O emitente (no caso, uma SPAC) comprove que possui situação económica e financeira compatível com a natureza dos valores mobiliários a admitir e com o mercado onde é solicitada a admissão, e tal circunstância permita aos investidores formar um juízo esclarecido sobre o emitente e os valores mobiliários em causa.

Uma SPAC deverá, portanto, apresentar à CMVM um pedido de dispensa de cumprimento daquele requisito (de fonte comunitária). Para a sua apreciação, a CMVM atenderá preferencialmente à verificação dos pontos abaixo, os quais comportam, por um lado, requisitos de estruturação da SPAC/oferta e, por outro, a concretização de alguns dos requisitos informativos referidos na Declaração da ESMA.

i. Mecanismos de proteção dos fundos aportados pelos investidores na oferta pública inicial (“IPO”)

Em particular, mediante mecanismos que assegurem a proteção das receitas da emissão/IPO (subscrição de ações e outros instrumentos, como *warrants*), por via do qual se garanta que as mesmas apenas serão mobilizadas para:

⁴ Em algumas operações, o reembolso do investimento não corresponde à totalidade do valor investido, mas antes a um montante que reflete a dedução de determinados custos (p.e. custos de operação da sociedade).

⁵ Cfr. art. 228.º, n.º 1, do Código dos Valores Mobiliários (CdVM).

⁶ Cfr. art. 228.º, n.º 3, do CdVM.

- a) *afetação à operação de aquisição (ou business combination), sempre que devidamente aprovada;*
- b) *devolução aos acionistas que pretendam exercer o seu direito de saída (ver pontos ii. e vi. infra).*

Sem prejuízo, poderá ser excluída de tal mecanismo determinada quantia ou proporção, necessariamente residual, de receitas do montante protegido (p.e. através da sua exclusão *a priori* do mecanismo de proteção ou da possibilidade de ser deduzida aos montantes protegidos), para financiar parte dos custos correntes da SPAC.

Os termos do acordo de proteção das receitas e de mobilização dos fundos deverão ser devidamente detalhados no prospeto, devendo também ser abordada de forma clara, no prospeto, a inexistência de mecanismos previstos na lei para efeitos de segregação desses montantes.

ii. Previsão de um limite temporal, alinhado com a prática de mercado, para a aquisição de uma ou várias sociedades operacionais

Em particular, mediante a previsão antecipada de um termo certo para a realização da operação de aquisição (a designada *business combination*), com um limite temporal alinhado com a prática de mercado vigente, em especial atendendo a outras operações nacionais ou realizadas em ordenamentos jurídicos de referência.

O prospeto indica se o prazo inicial pode ser prorrogado, o que deverá ocorrer por decisão da Assembleia Geral.

Caso, no final do prazo estabelecido, a SPAC não tenha encontrado uma sociedade a adquirir ou, se for encontrada, a operação não for devidamente aprovada ou concretizada dentro do referido prazo, as receitas angariadas e protegidas nos termos do ponto i. acima serão devolvidas aos acionistas no contexto de direito de saída que lhes possa ter sido conferido ou de processo de liquidação da sociedade (que se encontrará sujeito às regras societárias vigentes, nomeadamente no que diz respeito à prioridade de pagamento a credores). Estando previsto um direito de saída para o efeito, o mesmo deve suceder relativamente aos acionistas que votem contra a prorrogação do prazo inicial, se tal vier a ser proposto e deliberado.

iii. Garantia de que os sócios têm possibilidade de votar a respeito da operação de aquisição (ou business combination)

Deve estar previsto nos estatutos das SPAC (e no teor do prospeto):

- i. A competência da Assembleia Geral para:
 - a) *aprovar a operação de combinação de negócios com uma ou várias sociedades operacionais (mesmo quando a legislação não o preveja, conforme sucede na fusão) e*

b) *realizar aumento(s) de capital com vista à concretização daquela combinação.*

ii. Se os titulares de valores mobiliários de categorias especiais têm um direito de pronúncia sobre a combinação de negócios ou sobre a prorrogação do prazo para que a mesma possa ocorrer, devendo, em qualquer caso, salvaguardar o seu direito de saída (em conformidade com os pontos ponto ii. e vi.).

iv. Garantia de existência de informação sobre a operação, em particular sobre a existência de conflitos de interesses

Em momento prévio à deliberação sobre a combinação de negócios, deverá ser disponibilizada informação completa e clara sobre a projetada transação em cumprimento das normas legais aplicáveis, incluindo as referentes:

- a) À informação prévia às Assembleias Gerais;
- b) Ao regime de informação privilegiada; e/ou
- c) Ao Regulamento dos Prospetos, quando aplicável (p.e., nos casos de operações de fusão invertida); bem como
- d) À qualidade da informação, em conformidade com o art. 7.º do CdVM, em particular no que se refere à situação financeira da(s) sociedade(s) a ser objeto da combinação de negócios.

É recomendável que sejam previstas regras, devidamente plasmadas no prospeto, tendentes à prevenção de conflitos de interesses no contexto da detenção das sociedades operacionais e da aprovação da combinação de negócios, em especial no que respeita aos sócios fundadores, promotores ou administradores (e pessoas estreitamente relacionadas).

Em qualquer caso, e ainda que não sejam definidas regras específicas em matéria de prevenção de conflitos de interesse, a informação divulgada sobre a combinação de negócios deve, para cumprir os requisitos de qualidade de informação a que se refere o art. 7.º CVM, incluir todas as circunstâncias suscetíveis de gerar situações de conflitos de interesse, ainda que potenciais, por referência aos sócios fundadores, promotores ou administradores (e pessoas estreitamente relacionadas). Caso não existam conflitos de interesses, deve ser feita uma declaração nesse sentido.

Sendo divulgadas circunstâncias suscetíveis de gerar situações de conflitos de interesse, ainda que potenciais, poderá ser assumido o compromisso de divulgação, pela administração da SPAC, em momento prévio à reunião da Assembleia Geral, de informação que ateste que a operação de investimento proposta é razoável e será realizada em condições normais de mercado (o que poderá ser atestado por um terceiro independente e qualificado). Caso não seja assumido o compromisso sugerido (ou não seja o mesmo atestado por terceiro), deve ser feita uma declaração nesse sentido no prospeto.

v. Garantia de informação sobre eventuais fontes de financiamento adicionais

O prospeto da oferta indicará as potenciais fontes adicionais de financiamento para a realização da combinação de negócios, caso necessário. Deve ser feita uma declaração no prospeto sobre a possibilidade ou não de realização de aumento(s) de capital para aquele efeito, incluindo os destinatários da respetiva oferta (público em geral, todos os acionistas ou oferta particular) e os eventuais efeitos de diluição caso os investidores iniciais não tenham oportunidade de acompanhar o(s) referido(s) aumento(s).

Caso a SPAC considere recorrer a outras fontes de financiamento junto de terceiros deve indicar no prospeto as prioridades de pagamento em cenário de liquidação (realçando a prioridade dos credores face aos acionistas) e, caso aplicável, indicar um montante máximo de financiamento junto de terceiros a que ficará limitada.

vi. Garantia de existência de um direito de saída dos acionistas

Deve ser facultado aos investidores um mecanismo de saída que lhes permita reaver os montantes protegidos nos termos do ponto i. supra, que deverá poder ser exercido em período razoável (a constar do prospeto) após a deliberação da Assembleia Geral acima referida.

O procedimento (forma de comunicação, prazo, etc.) e as condições em que tal direito pode ser exercido deverão ser claramente identificadas pelo menos no prospeto, clarificando se esse é um direito de todos os acionistas, ou se está reservado apenas para quem não tenha aprovado a operação ou mesmo para quem tenha votado contra).

No caso de o mecanismo de saída poder envolver uma perda de parte do montante inicial investido, o prospeto deverá incluir uma advertência, expressa e destacada, alertando o investidor para o facto.

O prospeto deve fazer referência às disposições legais referentes à conservação do capital que possam limitar a concretização do direito de saída, cujo pleno exercício pode implicar o reforço de capitais pelos acionistas remanescentes. Nesse sentido, pode ser referido que a combinação de negócios tem como pressuposto o prévio reembolso aos acionistas que tenham optado pelo direito de saída.

vii. Garantias adicionais em caso de SPAC dirigidas a retalho

As SPAC, pela complexidade e riscos que apresentam, são especialmente vocacionadas para investidores institucionais, pelo que, quando abrangem investidores de retalho, devem ser introduzidos cuidados especiais (ver ponto 5.i. abaixo, sobre a definição de mercado-alvo e cumprimento das regras de governação do produto por parte dos intermediários financeiros).

Assim, em acréscimo aos pontos *supra*, sendo a oferta inicial dirigida a/não exclua investidores de retalho (i.e. investidores não profissionais), e sem prejuízo da aferição em matéria de governo do produto feita por cada intermediário financeiro, deverão ser ainda preenchidos os seguintes requisitos:

A. Aplicação das receitas da emissão apenas em instrumentos de baixo risco e elevada liquidez e taxas de juro com floor zero

Sem prejuízo do indicado no ponto i., acima, como forma de reforço da proteção do investidor, poderá ser previsto no prospeto que as receitas da emissão dirigida a investidores de retalho só deverão ser aplicadas em instrumentos de baixo risco e elevada liquidez. Adicionalmente, no caso de se encontrarem depositadas numa conta sujeita a juro, poderá ser previsto que a taxa de juro não poderá ser negativa. Caso não sejam adotados os cuidados especiais referidos, deve ser feita uma declaração no prospeto nesse sentido.

Sem prejuízo, sempre que estiver prevista a aplicação das receitas ou uma taxa de juro, tal deverá ser detalhado no prospeto.

B. Informações financeiras históricas auditadas

No âmbito das informações preparatórias da Assembleia Geral referida no n.º iii.a. acima, devem ser facultadas à consulta dos acionistas, informações financeiras históricas auditadas relativas a, pelo menos, o último exercício da(s) sociedade(s)-alvo(s) (ou a um período mais curto correspondente ao período de atividade dessa sociedade) e relatório de auditoria relativo a esse exercício.

C. Direitos de saída e liquidação

Deve ser garantido um direito de saída similar ao previsto para a deliberação da combinação de negócios, para os investidores que tenham votado contra a deliberação de prorrogação do prazo da SPAC.

Em acréscimo, no sentido de permitir que num processo eventual de liquidação os investidores podem recuperar parte substancial do seu investimento, devem ser assegurados mecanismos que o garantam – p.e. limitações ao endividamento, prioridade na distribuição do ativo líquido em relação às ações (de outra categoria) subscritas pelos promotores do projeto, etc.

D. Existência de um montante mínimo de subscrição

É recomendável a previsão de um valor mínimo de subscrição no sentido de impedir investimentos de montantes residuais.

As circunstâncias descritas acima não constituem uma listagem exaustiva de características que as SPAC devem reunir para assegurar a admissão à negociação nos termos das regras aplicáveis aos respetivos mercados. No decurso dos procedimentos de aprovação e revisão de prospetos, a CMVM poderá solicitar informações complementares que sejam necessárias à adequada proteção dos investidores.

O exposto acima não prejudica a necessidade de cumprimento de outros requisitos legais existentes (tais como no Regulamento do Abuso de Mercado).

4. EXPECTATIVAS EM TERMOS DE CONTEÚDO DO PROSPETO (DE OFERTA PÚBLICA OU DE ADMISSÃO À NEGOCIAÇÃO)

A CMVM entende que determinados requisitos informativos a que a aprovação dos prospetos se encontra sujeita, nos termos da regulação aplicável⁷, assume particular relevância no caso das SPAC: p.e. fatores de risco, afetação das receitas, informação sobre membros dos órgãos sociais, descrição dos direitos inerentes aos valores mobiliários, conflitos de interesse. Nesse sentido, a CMVM seguirá a abordagem propugnada pela ESMA, nos termos referidos na Declaração da ESMA (p. 3 a 7), tal como concretizados, se aplicável, em alguns dos subpontos constantes do ponto 3 *supra*.

5. NOTAS FINAIS

i. Mercado-alvo e riscos para os investidores

A comercialização de ações e *warrants* das SPAC estão sujeitas às regras resultantes da Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF II) e correspondentes requisitos em matéria de governação dos produtos. A CMVM espera que os produtores ou distribuidores deste tipo de produtos os avaliem atentamente – tendo em conta, nomeadamente, a sua complexidade e perfil de risco –, com vista à definição do respetivo mercado-alvo, determinando se são ou não adequados a clientes de retalho ou não profissionais.

Para efeitos de proteção do investidor, a CMVM chama a atenção para a importância de os investidores (em particular investidores não profissionais) e prestadores de serviços terem em consideração as características particulares das SPAC e os riscos inerentes a um investimento nas mesmas – nomeadamente, eventuais assimetrias de informação em relação às sociedades a adquirir, potenciais conflitos de interesse entre os fundadores e os investidores, possíveis estruturas de remuneração/custos complexas, suscetibilidade de diluição.

⁷ Regulamento dos Prospeto e Regulamento Delegado (UE) 2019/980 da Comissão, de 14 de março de 2019.

ii. Qualificação como organismo de investimento coletivo

Tem vindo a ser colocada a questão de saber se uma SPAC deverá ser qualificada como organismo de investimento coletivo.

Essa aferição depende das características de cada caso concreto, alicerçadas na constatação de que a configuração com que as SPAC têm surgido não replica transversalmente elementos característicos de um OIC, atendendo nomeadamente (sem excluir): propósito de se tornar numa sociedade que visa prosseguir, de forma direta ou indireta, uma atividade operacional (e não apenas uma sociedade veículo), poder de decisão dos sócios e mecanismos de proteção dos fundos angariados.

Assim, uma SPAC poderá não ser qualificada como organismo de investimento coletivo, inclusivamente quando se propuser a adquirir/fundir-se com mais de uma sociedade operacional.

iii. Regime das sociedades gestoras de participações sociais (SGPS)

Os promotores do projeto devem ter presente a possibilidade de aplicação do regime jurídico das Sociedades Gestoras de Participações Sociais (Decreto-Lei n.º 495/88, de 30 de dezembro), caso a combinação de negócios se realize mediante a aquisição de ações pela SPAC e a gestão de tais participações sociais, como forma indireta de exercício de atividades económicas, seja o único objeto social (contratual ou de facto) da sociedade adquirente.

iv. PRIIPs

Em função da configuração concreta dos valores mobiliários a emitir, o oferente deverá avaliar a qualificação dos mesmos como PRIIP, nos termos e para os efeitos do Regulamento (UE) n.º 1286/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de novembro.

v. Outras considerações

Sugere-se que os interessados em apresentar um projeto contactem, a qualquer momento, a CMVM, através do seu Departamento de Emitentes, para que antecipadamente possam ser conhecidas as principais características da operação e o preenchimento das concretas exigências informativas e de admissão à negociação.

Cumpra destacar o compromisso da CMVM de implementação de tempos céleres de reação no contexto de análise de prospets e adendas, bem como a aceitação da língua inglesa em prospets de ofertas públicas de Emitentes nacionais a aprovar pela CMVM, com isso facilitando a sua utilização nos mercados internacionais e junto de investidores estrangeiros (nomeadamente com recurso ao Passaporte Europeu).