



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP: 20050-901 - Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP - CEP: 01333-010 - Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP: 70712-900 - Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 57/2021/CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 16 de abril de 2021.

Ao: SGE  
De: SRE/GER-2

Assunto: **Recurso em face de exigência constante em Ofício Conjunto  
Processo SEI nº 19957.001338/2021-41.**

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de recurso ao Colegiado, interposto por **FS S.A.** e **Banco Morgan Stanley S.A.**, ("Recorrentes" ou "Interessados") contra entendimento proferido pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP ("SEP") e pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE ("SRE" e, em conjunto com a SEP, "Superintendências"), segundo o qual **a Companhia caracteriza-se como emissor em fase pré-operacional** ("Recurso"), no âmbito das análises dos pedidos (i) de registro da oferta pública de distribuição inicial, primária e secundária ("Oferta"), de units lastreadas em ações da **FS S.A.** ("FS", "Emissora" ou "Companhia"), tendo como instituição intermediária líder o **Banco Morgan Stanley S.A.** e (ii) de emissor de valores mobiliários - Categoria "A" apresentados pela Companhia (ambos, em conjunto "Pedidos de Registro"), nos termos da Instrução CVM nº 480, de 29 de dezembro de 2008, conforme alterada ("Instrução CVM 480") e da Instrução CVM nº 400, de 7 de dezembro de 2003, conforme alterada ("Instrução CVM 400").

2. O entendimento objeto do Recurso consta do Ofício-Conjunto nº 100/2021-CVM/SRE/SEP (1214620) de 16/03/2021 ("Ofício-Conjunto"), através do qual foram apresentadas as exigências em relação aos pedidos de registro acima citados, os quais foram submetidos à CVM em 12/02/2021 (1197861), Ofício-Conjunto este elaborado no Processo SEI .nº 19957.001338/2021-41, que trata do registro da Oferta.

3. Preliminarmente, cumpre destacar que o recurso em epígrafe foi protocolado em 23/03/2021, dentro do prazo de 15 (quinze) dias úteis, contados da ciência pelos Requerentes da decisão da SRE, sendo portanto, tempestivo, nos termos do item I da Deliberação CVM nº 463/03.

#### **I - CARACTERÍSTICAS DA OFERTA E DA EMISSORA**

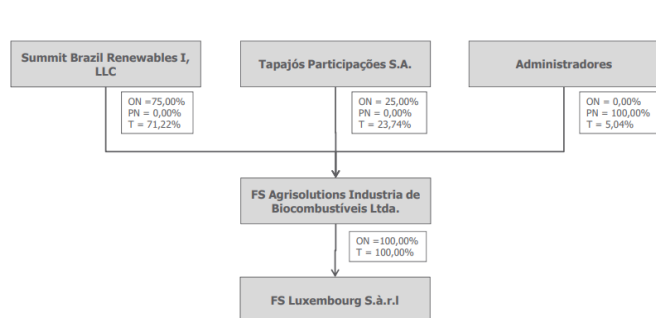
4. Trata-se a FS S.A. de uma "*holding sem ativos ou passivos materiais*" atualmente. Foi constituída no Brasil em 2019, tendo como objeto social específico e exclusivo a participação no capital social da FS Agrisolutions Indústria de Biocombustíveis Ltda. ("FS Ltda.") ou em suas sucessoras, seja exercendo o controle ou participando em caráter permanente com investimento relevante em seu capital social.

5. A FS Ltda. é "*um dos maiores produtores de biocombustíveis, produtos para nutrição animal e energia renovável de baixo custo e baixo teor de carbono no Brasil*" e detém as duas maiores usinas de produção de etanol do país. Tais operações (Usina Lucas do Rio Verde e Usina Sorriso) são localizadas no estado do Mato Grosso, possuem capacidade de produção atual do combustível semelhantes (550 e 570 milhões de litros de etanol por ano, respectivamente), estando a usina mais recentemente construída, que iniciou operações em fevereiro de 2020, atualmente em fase de expansão, a qual quando concluída elevará a produção para 840 milhões de litros de etanol por ano.

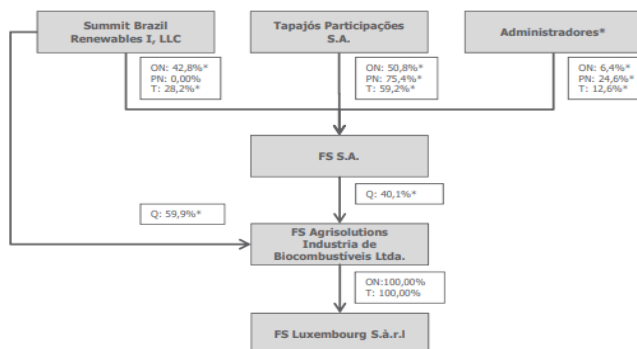
6. A FS S.A. e a FS Ltda. estão sob controle comum do acionista controlador Summit Brazil Renewables I, LLC, o qual, em conjunto com a acionista minoritária da FS Ltda., a Tapajós Participações S.A., "*está atualmente planejando uma reestruturação [...] pela qual a Companhia se tornará controladora direta da FS Agrisolutions [FS Ltda.] com a Summit Brazil Renewables I, LLC mantendo uma participação minoritária diretamente na FS Agrisolutions [FS Ltda.] (participação não controladora). A reestruturação está [...] condicionada ao IPO da Companhia.*"

7. A relação societária entre FS e FS Ltda. será estabelecida em etapas: (i) originalmente a FS era integralmente detida por Summit Brazil Renewables I, LLC; (ii) hoje as ações ordinárias que compõe seu capital social subscrito são distribuídas da seguinte forma Summit Brazil Renewables I, LLC com 43,6% (controlador), Tapajós Participações S.A. com 50% (vinculada ao controlador por acordo de acionistas) e administradores com 6,4%, entretanto a integralização apenas ocorrerá na data da precificação da Oferta; (iii) mediante a ocorrência da precificação da Oferta ocorrerá a integralização do capital da FS com o aporte de 15,9% de cotas de FS Ltda. por Summit Brazil Renewables I, LLC (que permanecerá com investimento direto na FS Ltda.) e a integralidade das cotas da FS Ltda. detidas por Tapajós Participações S.A., de modo que FS S.A., a Emissora, passará a deter cerca de 40,1% das cotas de FS Ltda.; (iv) em seguida com os recursos da oferta primária FS irá adquirir participação adicional em FS Ltda. de cerca de 24% de suas cotas detidas por Summit Brazil Renewables I, LLC. Os esquemas abaixo demonstram a evolução da relação societária entre a Emissora e a FS Ltda. (com a ressalva de que as pequenas variações entre a descrição ora feita e os organogramas decorre do fato de que estes constam de apresentação realizada por representantes da Emissora, preliminarmente ao protocolo dos Pedidos de Registro).

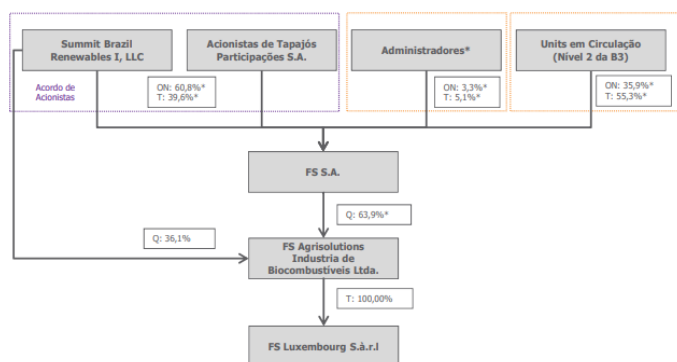
#### Estrutura societária atual da FS Ltda.



#### Estrutura societária FS e FS Ltda. por ocasião da precificação da Oferta



#### Estrutura societária FS e FS Ltda. pós Oferta



8. Em relação às informações financeiras apresentadas no âmbito da Oferta, constam da minuta do Prospecto Preliminar: (i) Demonstrações financeiras intermediárias, individuais e consolidadas, da FS Ltda. referentes ao período de nove meses findo em 31 de dezembro de 2020; (ii) demonstrações financeiras da FS Ltda. referentes aos exercícios sociais encerrado em 31 de março de 2020, 2019 e 2018 e (iii) informações financeiras consolidadas pro-forma da FS S.A. em 31 de dezembro de 2020 e para o período de nove meses findo em 31 de dezembro de 2020 e o exercício findo em 31 de março de 2020.

9. Já no protocolo do pedido de registro, os Ofertantes evocaram a Deliberação CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008 ("Deliberação CVM 533"), alegando, que, segundo os termos sob os quais tal deliberação foi editada, o Colegiado da CVM teria ali, reconhecido que não seria aplicável a apresentação de estudo de viabilidade, em casos análogos ao seu<sup>[1]</sup>. Tal entendimento decorreria do fato de que "a Companhia tem por objeto social específico e exclusivo a participação no capital de FS Ltda., e que os acionistas da Companhia só têm interesse em obter o registro de emissora categoria "A" da Companhia, caso haja a Oferta. Com a precificação da Oferta, a contribuição da participação de FS Ltda. na Companhia se tornará eficaz e produzirá efeitos jurídicos, de forma que os investidores da Oferta inevitavelmente terão interesse econômico em FS Ltda., sociedade operacional."

10. Finalmente, cabe relatar que em reunião realizada com representantes dos Interessados, em 08/01/2021 da qual participou SRE e SEP, foi alegado que a estruturação da operação em questão da forma como foi feita decorre de otimização da carga tributária que incidirá no desinvestimento pela Summit Brazil Renewables I, LLC, conforme legislação fiscal americana, onde está sediado.

## II - OBJETO DO RECURSO

11. À vista da análise conduzida em face dos Pedidos de Registros as áreas técnicas entenderam estar a Emissora enquadrada no que preveem o art. 32-A, § 3º e o art. 2º, § 5º, respectivamente da Instrução CVM 400 e da Instrução CVM 480, dispositivos que caracterizam o emissor como pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada.

12. Nesse sentido, foi apontado no Ofício Conjunto que não deveria prosperar a ótica dos Interessados no sentido de que o caso concreto seria paralelo aos casos em que o Colegiado, em 2008, reconheceu ser possível a dispensa de apresentação do Estudo de Viabilidade. Com efeito, manifestou-se a SRE na exigência nº 2 do Ofício Conjunto:

*"A Deliberação CVM nº 533/08 ("Deliberação 533") delegou competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para dispensar a apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira, nos casos em que especifica com base em 5 considerandos:*

*a) a delegação de competência é utilizada como instrumento de descentralização administrativa, com o objetivo de assegurar maior rapidez e objetividade às decisões, situando-as na proximidade dos fatos, pessoas ou problemas a atender;*

*b) é facultado às autoridades da Administração Pública Federal delegar competência para a prática de atos administrativos, conforme dispõe o Decreto no 83.937, de 6 de setembro de 1979, sendo que o ato de delegação indicará com precisão a autoridade delegante, a autoridade delegada e as atribuições objeto de delegação;*

*c) o art. 4º da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, estabelece a possibilidade de a CVM, a seu critério e sempre considerados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro de ofertas públicas de valores mobiliários, ou alguns dos requisitos do registro, inclusive quanto a publicações, prazos e procedimentos ali previstos, considerando as características da oferta;*

*d) presentes certas características, foi reiteradamente concedida, pelo Colegiado, dispensa da apresentação do estudo de viabilidade econômico-financeira previsto no art. 32, II da Instrução n.º 400, de 2003, no âmbito de pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, podendo-se indicar como exemplo as decisões proferidas nos Processos CVM nos RJ2007/7563, RJ2007/7199, RJ2007/6085, RJ2007/5879, RJ2007/5870, RJ2007/6628, RJ2007/3948, RJ2007/3443, RJ2007/1075 e RJ2007/1357 e RJ 2007/10988; e*

*e) o trâmite dos pedidos de registro de ofertas públicas que contiverem pedidos de dispensa de apresentação do referido estudo de viabilidade econômico-financeira que preencham requisitos já pacificados seria abreviado caso a análise desses pedidos fosse realizada pelo titular da própria Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, em consonância com as anteriores decisões do Colegiado, com benefício para todos os envolvidos na operação e para o próprio mercado,*

*Importante destacarmos o considerando descrito no item 'd', que registra que, presentes certas características, foi reiteradamente concedida, pelo Colegiado, dispensa da apresentação do estudo de viabilidade econômico-financeira previsto no art. 32, II da Instrução nº 400, de 2003. Nesse sentido, lembramos que as dispensas então concedidas relacionavam-se à redação original do art. 32, vigente à época:*

*Art. 32. O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por companhia deverá ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando:*

*I - a oferta tenha por objeto a constituição de companhia;*

*II - a emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários;*

*III - a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora;*

*IV - houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; ou*

*V - a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos 3 (três) exercícios sociais que antecedem a oferta.*

*Nesse sentido, lembramos que o art. 32 teve nova redação dada pela Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010, sendo excluída a hipótese de apresentação do Estudo de Viabilidade, que poderia ser dispensada com base na delegação da Deliberação 533.*

*Posteriormente, em nova alteração normativa, em 2014, foi inserido o art. 32-A, incluindo a restrição de pública alvo para a oferta pública de companhias pré-operacionais e inclusive definindo o critério de companhia pré-operacional:*

*§ 3º Para fins do disposto neste artigo, a companhia será considerada pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM."*

13. À luz de tais esclarecimentos, concluiu-se na exigência nº 2 do Ofício Conjunto que: "[à] vista do [...] exposto e diante das características do caso concreto, comunicamos que a Companhia deve apresentar o **Estudo de Viabilidade**. Alternativamente, apresentar pedido de dispensa de requisito, nos

termos do art. 4º da Instrução CVM 400, cabendo aos interessados atenção ao §2º, que trata da formalização do pedido e dos prazos de análise."

14. Por conseguinte, à luz do entendimento das áreas técnicas de que se trata, a Emissora, de companhia pré-operacional, através da exigência nº 3 do Ofício Conjunto foi determinado:

*"Restringir o público alvo da Oferta exclusivamente a investidores qualificados, conforme determina o art. 32-A, da Instrução CVM 400 (incluído pela Instrução CVM nº 551, de 25 de setembro de 2014), abaixo transcrito. Além disso, na seção Listagem e Negociação das Units no Nível 2 da B3, na página 69, informar o disposto no § 1º do referido artigo.*

*32-A A primeira oferta pública registrada de ações emitidas por companhia em fase pré-operacional será distribuída exclusivamente para investidores qualificados.*

*§ 1º A negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários emitidos nos termos do caput deve ser realizada somente por investidores qualificados pelo prazo de 18 (dezoito) meses contado do encerramento da oferta.*

*§ 2º O disposto no caput também abrange os bônus de subscrição, as debêntures conversíveis ou permutáveis por ações e os certificados de depósito desses valores mobiliários e de ações.*

*§ 3º Para fins do disposto neste artigo, a companhia será considerada pré-operacional enquanto não tiver apresentado receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.*

Alternativamente, apresentar pedido de dispensa de requisito, nos termos do art. 4º da Instrução CVM 400, cabendo aos interessados atenção ao §2º, que trata da formalização do pedido e dos prazos de análise."

15. Ainda, em relação às exigências referentes ao registro de emissor, contidas no Ofício-Conjunto, a exigência 2.1 daquela seção determinou a revisão integral do Formulário de Referência de modo a que constem somente informações sobre o estado atual da Companhia e que as informações relativas à sua futura subsidiária FS Agrisolution Indústria de Biocombustíveis Ltda. passem a ser apresentadas somente no último item de cada seção, destinados a outras informações relevantes.

16. Finalmente o item 13.1 da mesma seção acima citada determinada a correção da situação do emissor em seu Formulário Cadastral para fase pré-operacional.

### III - DO RECURSO

17. Comunicados do posicionamento das áreas técnicas por meio do Ofício-Conjunto, os Interessados apresentaram o Recurso ora em análise (1224294). O Recurso baseia-se, essencialmente, num entendimento de que a Companhia não seja, na essência, pré-operacional, não cabendo a ela, segundo eles, a caracterização de companhia pré-operacional nos termos dispostos na Instrução CVM 400 e na Instrução CVM 480: "a Companhia não deve ser caracterizada como pré-operacional e, conseqüentemente, a apresentação de Estudo de Viabilidade para fins da Oferta, e a aplicação das restrições à distribuição pública das Units, e de sua negociação em mercado secundário, exclusivamente a investidores qualificados, não devem ser impostas à Companhia."

18. Nesse sentido, os Requerentes informam que "a contribuição da participação de FS Ltda. na Companhia já foi acordada entre os acionistas, e se tornará eficaz e produzirá efeitos jurídicos imediatamente após a precificação da Oferta, de forma que os investidores da Oferta necessariamente se tornarão acionistas da Companhia após a Companhia ter passado a deter o controle direto da FS Ltda., sociedade operacional."

19. Acrescentam o argumento de que o 32-A, § 3º da Instrução CVM 400 (espelhado no art. 2º, § 5º da Instrução CVM 480) relaciona a característica de pré-operacionalidade de uma companhia a um aspecto contábil e que "este critério, se aplicado de maneira excessivamente literal, pode levar a resultados indesejados, uma vez que, caso o emissor seja uma sociedade holding constituída no mesmo exercício social em que pretende realizar sua oferta pública inicial ou que não aufera resultados a partir de suas próprias operações e, previamente à efetivação de tal oferta, passa a concentrar ou controlar atividades de sociedades operacionais por força de reorganização societária e em preparação à tal oferta pública inicial de distribuição de ações, tal emissor poderia se enquadrar formalmente na situação de companhia pré-operacional e ser obrigado a apresentar estudo de viabilidade, mesmo numa situação em que o investimento no emissor leve os investidores a adquirir exposição econômica em empreendimentos plenamente operacionais." (grifo nosso)

20. Citam os Recorrentes casos tratados pelo Colegiado relacionados a situações análogas à situação da Companhia:

*"Desde o início de vigência da Instrução CVM 400, foram vários os casos em que situações análogas surgiram. Nos processos envolvendo a abertura de capital de diversas companhias, tais como Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (Registro CVM/SRE/REM/2004/003, de 24 de junho de 2004), Submarino S.A. (Registro CVM/SRE/REM/2005/002, de 30 de março de 2005), Lojas Renner S.A. (Registro CVM/SRE/REM/2005/006, de 30 de junho de 2005), Universo Online S.A. (Registro CVM/SRE/REM/2005/013, de 15 de dezembro de 2005) EZ TEC S.A. (Registro CVM/SER/GER-2/2007/5508, de 9 de outubro de 2007), Bovespa Holding S.A. (Registro*

CVM/SER/GER-2/2007/5628, de 2 de outubro de 2007), General Shopping S.A. (Registro CVM/SER/GER-2/2007/5557, de 17 de julho de 2007) e MRV Engenharia e Participações S.A. (Registro CVM/SER/GRE-2/2007/5552, de 10 de julho de 2007), **este D. Colegiado repetidamente concedeu a dispensa de apresentação do Estudo de Viabilidade, reconhecendo que as informações apresentadas acerca das sociedades operacionais controladas pelas companhias emissoras consistiam em um conjunto informacional suficiente para tomada de decisão por parte dos investidores daquelas ofertas, tendo em vista não se tratarem de emissoras verdadeiramente novas, pois herdaram atividades já desenvolvidas por suas controladas.**" (grifo no original)

21. Continuando em sua análise, afirmaram os Interessados que, por se ter identificado recorrência de situações nas quais emissores passavam a deter participação em sociedades operacionais por força de reorganização societária prévia à sua oferta inicial, foi à época editada a Deliberação CVM 533, que concedia competência a Superintendência de Registros para dispensar a apresentação de Estudo de Viabilidade na hipótese em que os requisitos estivessem presentes: "[...] (i) **que a oferta se refira a sociedade constituída há menos de dois anos desde que essa sociedade concentre ou controle atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos;** (ii) que não sejam aplicáveis as demais hipóteses previstas no art. 32 da Instrução n.º 400, de 2003; e (iii) que a companhia emissora e o ofertante, em conjunto com a instituição líder, insiram no prospecto, quando do pedido de registro, todas as informações a respeito de custos e despesas adicionais decorrentes da nova estrutura societária e administrativa assumida pela companhia, tecendo comentários acerca de tendências do comportamento futuro das principais rubricas de balanço patrimonial e demonstração do resultado, e, ainda, informando da inexistência de impactos financeiros capazes de ameaçar a viabilidade econômico-financeira da companhia emissora de valores mobiliários." (grifo no original)

22. Além disso, a respeito da Deliberação CVM 533, foi pontuado no Recurso que a mesma tem sido mencionada nos Ofício-Circulares anuais da SRE, através dos quais são prestadas ao mercado orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelos emissores e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários, desde a sua primeira versão de 2017, até o mais recente Ofício-Circular SRE nº 1/2021-CVM/SRE, de 1º de março de 2021, notadamente em seu item 2.1.6.

23. Em que pese trazerem em sua argumentação a Deliberação CVM 588 (inclusive desde a apresentação dos Pedidos de Registro), os Recorrentes explicitaram que não se "buscou dispensa com base na Deliberação CVM 533, mas sustentou a inaplicabilidade de exigência de apresentação de Estudo de Viabilidade, pois a Deliberação CVM 533 – que a própria SRE menciona em seu ofício como sendo uma Deliberação válida, frise-se – indica que o entendimento consolidado da CVM é no sentido de que a apresentação do Estudo de Viabilidade não é necessária caso o emissor concentre ou controle atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos.".

24. Nesse sentido, entendem os Recorrentes que:

[...] qualquer caracterização da Companhia como sociedade pré-operacional parte de uma visão formalística, que não corresponde à realidade fática no início da distribuição pública das Units objeto da Oferta.

[...] considerar a companhia como pré-operacional e conseqüentemente a ela aplicar os requisitos de apresentação de Estudo de Viabilidade, restrição do público alvo da Oferta, e restrição negociação de suas Units no mercado secundário a investidores qualificados, seria ônus desproporcional e injustificado à Companhia, aos seus acionistas e aos investidores adquirentes de Units.

25. Ainda, os Recorrentes buscam através da evolução da Instrução CVM 400 fundamentar seu ponto de vista, conforme trecho a seguir transcrito:

Tal consideração [da Emissora enquanto enquanto pré-operacional] também não levaria em conta a finalidade pela qual o requisito foi estabelecido para companhias pré-operacionais. Esta d. CVM, quando da edição da alteração do art. 32 da Instrução CVM 400, assim se manifestou quanto a motivação da norma, no Edital de Audiência Pública SDM no 1/09:

"Outra indicação significativa de que as hipóteses previstas no art. 32 são demasiadamente amplas é o número expressivo de pedidos de dispensa do referido estudo que foram concedidos pelo Colegiado desde 2003. Há uma hipótese, em particular, que se repetiu tantas vezes que o Colegiado editou a Deliberação nº 533, de 2008, delegando competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para dispensar a obrigatoriedade de elaboração do estudo. Cuida-se do registro de primeira distribuição de valores mobiliários realizada por emissor que exercia a sua atividade há menos de dois anos, em virtude de reorganização societária do respectivo grupo econômico. Embora, a princípio, o estudo seja obrigatório nesse caso por força do disposto no inciso II do art. 32, o Colegiado consolidou o entendimento de que o emissor pode ser dispensado de apresentar o estudo, desde que sociedades por ele controladas estejam em operação por período superior a dois anos.

"Em vista do exposto acima, a Minuta sugere alterar o disposto no art. 32 da Instrução CVM nº 400, de 2003, que, nos termos da redação, passaria a exigir o estudo de viabilidade econômico-financeira somente (i) quando a oferta tenha por objeto a constituição de companhia ou (ii) quando o emissor esteja em fase pré-operacional.

*"Na segunda hipótese, a exigência do estudo se justifica em razão de a companhia não possuir nenhum histórico de atividade. Ou seja, o investidor não dispõe de dados históricos significativos sobre as atividades, a organização e a situação financeira do emissor, para fundamentar a sua decisão de investimento. Por isso, o estudo de viabilidade constitui, nesse caso, uma fonte imprescindível de informação para que o investidor possa avaliar os valores mobiliários ofertados e, dessa forma, tomar uma decisão de investimento esclarecida." (grifos no original)*

*É de se ver, portanto, que a análise da evolução histórica do dispositivo regulamentar indica claramente que as hipóteses em que o emissor concentre ou controle atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos já eram claramente entendidas como não sendo situações nas quais o Estudo de Viabilidade seria necessário, e uma análise teleológica, de finalidades do dispositivo regulamentar, deve levar ao entendimento de que, na situação em que haja dados históricos sobre as atividades, a organização e situação financeira do emissor e suas controladas, não se está falando de companhia pré-operacional, portanto havendo desnecessidade de apresentação de Estudo de Viabilidade.*

26. Foi ainda reafirmado no Recurso que os Interessados não pleitearam, junto à SRE e SEP, dispensa de cumprimento dos requisitos por entenderem que tal opção se opõe aos seus interesses. Isto porque *"restringir o pleito da Companhia à solicitação de dispensas de requisito de registro implicaria em um reconhecimento, por parte da Companhia, de um caráter de pré-operacionalidade, pois os requisitos estariam sendo dispensados e não considerados não aplicáveis. Isso levaria a Companhia a proceder a outras alterações no conteúdo de seu Prospecto, comunicando seu caráter de pré-operacionalidade formal, alterações estas que seriam incompatíveis com a realidade fática apresentada e fartamente documentada em seu Prospecto e Formulário de Referência, que descrevem um negócio operacional, em andamento, com ativos físicos, empregados, fundo de comércio formado e, mais importante, receita operacional registrada por vários exercícios sociais."*

27. Após explicar o racional pelo qual a caracterização como pré-operacional não caberia à FS S.A., procedeu-se à exposição de motivos, ora citada em tópicos:

(i) *"Princípios da Liberdade Econômica e da Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários"* (*"análise relativa à inaplicabilidade de Estudo de Viabilidade deve ser feita com base também na política ditada pelo CMN, que exige a ponderação dos interesses dos investidores e agentes do mercado"*);

(ii) *"Princípios da Elaboração do Estudo de Viabilidade"* (*"há de se ponderar a dificuldade prática que representaria a elaboração de um estudo de viabilidade de uma companhia na essência já operacional, visto que dos itens mínimos requeridos nos termos da Instrução CVM 400 [...] dois deles já estão plenamente cobertos pelos requisitos [...] do Formulário de Referência, reduzindo-se o estudo de viabilidade a cobrir exclusivamente à taxa de retorno do investimento"*);

(iii) *"As Informações Constantes do Prospecto e do Formulário de Referência"* (*"a Companhia cuidou para que o Prospecto ou o Formulário de Referência conttenham, de forma clara e inequívoca, informações financeiras, operacionais e outras da Companhia, incluindo aquelas relativas à FS Ltda., de modo a permitir a decisão fundamentada do investidor"*);

(iv) *"Inaplicabilidade do Inciso II do Artigo 32 da Instrução CVM"* (*"a Companhia é nova somente no que diz respeito à formalidade de sua constituição. [...] imediatamente após a precificação da Oferta, a contribuição de quotas de FS Ltda. na Companhia se tornará eficaz e produzirá efeitos jurídicos, de forma que os investidores da Oferta necessariamente terão interesse econômico em FS Ltda., sociedade operacional."*);

(v) *"Viabilidade Econômico-Financeira da Companhia"* (*"Os negócios de FS Ltda. apresentam sólidos fundamentos operacionais e econômico-financeiros, e o Prospecto contém todas as informações que o investidor precisa para tomar uma decisão fundamentada a respeito da Oferta, conforme determina a regulamentação aplicável, sem a necessidade da inclusão de um Estudo de Viabilidade"*);

(vi) *"Responsabilidade na Elaboração do Estudo de Viabilidade"* (*"por que contratar um terceiro para avaliar a viabilidade de um negócio que já se demonstrou viável? [...] A constatação das características, resultados do negócio e condição financeira da empresa pode se dar a partir do conjunto informacional constante do Prospecto da Oferta, com os dados retrospectivos constantes das demonstrações financeiras da FS Ltda."*); e

(vii) *"Riscos na Divulgação de Estudos de Viabilidade"* (*"a divulgação de prognósticos detalhados e quantitativos no contexto de uma oferta pública expõe a emissora, os acionistas vendedores e os coordenadores da oferta ao risco de serem responsabilizados por projeções e estimativas"*).

28. Por fim, o Recurso tratou da inaplicabilidade das restrições no mercado primário e secundário. No ponto de vista dos Recorrentes, a restrição contida no art. 32-A, caput e § 1º, da Instrução CVM 400 (as ações de companhias em fase pré-operacional objeto de distribuição pública devem ser direcionadas exclusivamente a investidores qualificados e a negociação subsequente em mercado secundário deve manter a mesma restrição de público alvo por 18 meses) *"tem como finalidade assegurar que, em se tratando de emissores pré-operacionais, que não tem demonstrações financeiras que reflitam operações comerciais, e que sejam obrigados a apresentar Estudo de Viabilidade [...] os valores mobiliários por ela distribuídos inicialmente ao público investidor só possam ser adquiridos por investidores capazes de fazer uma avaliação adequada*

destas informações e cientes do risco adicional incorrido com o investimento em atividade econômica ainda não iniciada" (grifo nosso).

29. Ao fazer tal observação, concluem os Recorrentes que tal situação se mostra distante do caso concreto. Pontuam que "a FS Ltda. apresenta histórico operacional mais do que suficiente para avaliação de qualquer investidor, qualificados ou não. A caracterização da Companhia como pré-operacional parte de uma visão formalística, em que o veículo emissor, no momento de apresentação de seu pedido de registro, não registra receita em suas demonstrações financeiras, uma vez que apenas passará a deter a participação no capital em FS Ltda. que lhe proporcionará a consolidação das informações em suas próprias demonstrações financeiras até a data de precificação da Oferta".

30. Ainda citam que "o caráter pré-operacional da Companhia é exclusivamente formal e cessará a partir do início da Oferta" e que "a Companhia se veria em uma situação esdrúxula, na qual, mesmo divulgando suas demonstrações financeiras anuais, relativas ao exercício encerrado em 31 de março de 2021, e discutindo com os acionistas e o público investidor em geral o resultado de suas atividades, quaisquer investidores não-qualificados teriam seu acesso privado a negociar estes valores mobiliários até meados de 2022 [...]".

#### IV - DA ANÁLISE

31. Ao iniciar a presente análise, é importante reconhecer que a estrutura de oferta na qual o emissor passa por profunda alteração patrimonial no decorrer de sua efetivação e como condição do sucesso da oferta não é uma inovação neste caso concreto. Com efeito, há recente precedente na oferta pública de distribuição inicial primária, de ações ordinárias de emissão de 3R Petroleum Oleo e Gás S.A., do qual entendemos relevante transcrever o trecho abaixo, contido na ata da reunião do Colegiado de 15/10/2020, quando foi apreciado determinado recurso no âmbito daquela oferta:

*O Colegiado ressaltou ser função do mercado de capitais financiar a atividade produtiva e a expansão dos negócios. Assim, é natural que certos negócios, nomeadamente aqueles que demandam recursos expressivos para sua conclusão ou desenvolvimento, sejam condicionados à conclusão bem-sucedida de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários. É natural, portanto, que a companhia emissora passe por alterações relevantes durante ou imediatamente após a oferta. Na visão do Colegiado, essa situação não deve ser empecilho para que companhias acessem o mercado; cabe ao regulador, por meio de exigências informacionais, prestigiando o princípio do full and fair disclosure, assegurar que o mercado esteja amparado por informações materialmente completas e fidedignas, que reflitam adequadamente os riscos, efeitos e impactos da operação na estrutura acionária e patrimonial da emissora.*

32. Depreendemos de tal trecho, a importância de que o aspecto informacional em tal contexto seja robusto, com vistas a delimitar os riscos, efeitos e impactos da alteração patrimonial no emissor.

33. Com o mesmo propósito entendemos que não se deve abrir mão de qualquer salvaguarda protetiva que venha a ser incidente, em particular, considerando que em casos como este que ora apreciamos, a análise dos registros de oferta e de emissor se baseia em uma situação que virá a acontecer, o que nos traz diversas limitações de escopo. Com efeito, no presente caso, por exemplo, quando da concretização da Oferta, a participação da Emissora na empresa operacional será minoritária (cerca de 40%), apenas no momento subsequente, com a utilização dos recursos da Oferta, se pretende que a Companhia atinja percentual de controle com a aquisição adicional de cotas da FS Ltda. Vislumbramos, portanto, inerentes ao modelo da reestruturação societária ora posto, incertezas relevantes, tais como o fato de que o controle seria consolidado mediante uma transação entre parte relacionada da Emissora e ainda o risco de que a situação de controle não seja de fato efetivada, em um cenário em que a Oferta seja inferior ao montante estimado quando foi estruturada. Nesta última questão é fato que os documentos da Oferta não se restringem a prever o controle da FS Ltda. pela FS S.A. após concluída a operação, não obstante a existência de ambas as possibilidades agrega, em muito na nossa visão, uma imprevisibilidade relevante para a Emissora pós Oferta.

34. Feito tal introito, apontamos que a caracterização de emissores como pré-operacionais para fins de registro de oferta pública consiste, de fato, em critério objetivo e, diferentemente do que acreditam os Recorrentes, estando tal critério expressamente indicado nas instruções CVM 400 e 480, não se permite qualquer grau de discricionariedade às áreas técnicas na consideração da Emissora como pré-operacional. Entendemos, portanto, que a nossa conclusão manifestada no Ofício Conjunto é a única possível, haja vista o caráter objetivo do dispositivo e as características da Companhia.

35. Assim sendo, a Emissora, nos termos do artigo 2º, parágrafo 5º, da Instrução CVM 480, e do artigo 32-A, parágrafo 3º, da Instrução CVM 400, é considerada pré-operacional, uma vez que não auferiu receita proveniente de suas operações na última demonstração financeira anual ou em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.

36. Cabe pontuarmos a respeito de tal dispositivo que, no âmbito da avaliação pelo Colegiado da proposta apresentada pela SDM para o normativo que sucederá a Instrução CVM 400, especificamente conforme Reunião de Regulação realizada em 27/11/2020, não se considerou conveniente a possibilidade de que o caráter operacional de uma companhia fosse consubstanciado em demonstrações

financeiras combinadas, de modo que a minuta da nova regra, que continha tal proposição, foi alterada mantendo-se a atual redação do art. 32, § 3º, da ICVM 400<sup>[2]</sup>.

37. Sobre a Deliberação CVM 533 citada pelos Interessados, entendemos não ser necessário nos aprofundarmos na sua não aplicabilidade uma vez que, conforme os próprios Recorrentes afirmaram, não se busca a dispensa que seria obtida através de tal normativo, mas sim, fez-se uso da deliberação em comento com vistas a traçar paralelo à situação da Emissora. Alegam que, ao trazer no caso concreto a Deliberação CVM 533, buscaram os Recorrentes sustentar "a inaplicabilidade de exigência de apresentação de Estudo de Viabilidade, pois a Deliberação CVM 533 [...] indica que o entendimento consolidado da CVM é no sentido de que a apresentação do Estudo de Viabilidade não é necessária caso o emissor concentre ou controle atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos". (grifo nosso)

38. Do trecho acima destacado, entendemos constar um aspecto que afasta o caso concreto da situação de contorno à edição da Deliberação CVM 533, em 2008. Com efeito, verifica-se que à época, houve recorrentes situações nas quais o emissor se tratava de companhia recém constituída, holding na maioria dos casos, mas que concentrava ou controlava, no momento da análise do pleito de registro ao qual seria aplicável a exigência do Estudo de Viabilidade, atividades já desenvolvidas por outras entidades em período superior a dois anos<sup>[3]</sup>. Entendemos frágil buscar um paralelo entre a situação então presente naquele momento, a qual motivou a edição da Deliberação CVM 533, com o caso concreto, em função de suas características, conforme descrito no item 7 acima.

39. Prosseguindo em nossa análise é curioso notar que o aspecto normativo que determina restrição de público alvo no caso de ofertas públicas de distribuição de emissores pré-operacionais não foi tratado por oportunidade dos Pedidos de Registro e mesmo no pleito de Recurso é tratado de forma incidental. Inclusive é relevante apontarmos que em poucos momentos do Recurso enfrentam os Interessados a objetiva caracterização de emissor pré-operacional, contida no art. 32-A, § 3º e no art. 2º, § 5º, respectivamente da Instrução CVM 400 e da Instrução CVM 480, e quando o fazem limitam-se a apontar interpretação de que trata de definição de cunho estritamente formal consubstanciada ao aspecto contábil. De forma oposta, buscam paralelismo no caso concreto com situações pretéritas as quais, conforme por nós analisado nos parágrafos 37 e 38, acima, entendemos não guardar semelhança com a situação ora em análise.

40. A propósito, citando mais uma vez o trecho do Recurso "Ocorre que a Companhia em seu Pedido de Registro de Oferta, não buscou dispensa com base na Deliberação CVM 533" (grifo nosso), consideramos importante sinalizar ao Colegiado que, em nossa análise, vislumbramos a razão pela qual os Interessados não buscaram dispensa com base na Deliberação CVM 533, em que pese defenderem os Interessados se trata o presente caso de situação análoga àquelas tratados na norma precitada e ainda que não haveria de se falar que tal Deliberação estaria revogada tacitamente, conforme explorado no Ofício-Conjunto. Com efeito, é inquestionável o fato de que tal Deliberação nunca abarcou a questão do público alvo das ofertas em relação às quais recairia a necessidade de elaboração do Estudo de Viabilidade, simplesmente porque tal aspecto foi introduzido posteriormente na Instrução CVM 400, inclusive quando o conceito de emissor pré-operacional (situação atualmente descrita no art. 32, inciso II da Instrução CVM 400), que sucedeu o anterior conceito de "emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários" (conforme antiga redação do art. 32, inciso II da Instrução CVM 400), foi objetivamente determinado.

41. Outro argumento que entendemos importante enfrentar é a alegação de que "caracterizar a Companhia como pré-operacional teria certamente o potencial de confundir o público investidor". Com efeito, nos parece que o fato que possui maior potencial para confundir o investidor é fazê-lo acreditar que está investindo em uma companhia (FS Ltda.), quando na realidade estará investindo em outra (FS S.A.) que possui 40% daquela, com **potencial** de atingir 60%. Pode ainda confundir o investidor a apresentação de uma estrutura de governança que se aplica à companhia aberta, sendo que os negócios serão desenvolvidos em uma empresa subsidiária cuja forma societária é de sociedade de responsabilidade limitada, sendo que uma parcela significativa desta limitada será detida por um dos controladores da futura companhia aberta, configurando uma **situação permanente de conflito de interesses**.

42. Ainda, em relação à alegação de que o reconhecimento de sua pré-operacionalidade formal levaria a alterações nos documentos que consubstanciam a oferta pública da FS S.A. as quais "seriam incompatíveis com a realidade fática apresentada e fartamente documentada em seu Prospecto e Formulário de Referência" entendemos novamente haver potencial para confundir o investidor uma vez que a realidade fática inicialmente apresentada nas minutas da documentação dos Pedidos de Registro não é a da Companhia e sim da uma futura investida operacional que poderá vir a ser uma controlada da Companhia.

43. Inclusive, se comunicando com estes aspectos, consideramos importante destacar, abaixo, o fator de risco inserido no Prospecto quanto à efetiva destinação dos recursos da Oferta primária, que dependerá de diversos fatores (não explicitados), o que, em nosso entendimento, insere à operação proposta o risco de que a FS S.A. não atinja o percentual de 60% de controle da FS Ltda., permanecendo como seu acionista minoritário, caso esse em que não consolidaria o seu resultado.

O valor a ser pago para a Summit [Summit Brazil Renewables I, LLC, lembrando atual controlador comum da Emissora e da FS



Ltda.] corresponderá ao número de quotas necessário para a obtenção do controle multiplicado pelo valor nominal da quota. **A efetiva aplicação dos recursos captados por meio da Oferta Primária depende de diversos fatores que não podemos garantir que virão a se concretizar, dentre os quais as condições de mercado então vigentes, e se baseia em suas análises, estimativas e perspectivas atuais sobre eventos futuros e tendências.** Alterações nesses e em outros fatores podem nos obrigar a rever a destinação dos recursos líquidos da Oferta Primária quando de sua efetiva utilização. Caso os recursos líquidos por nós captados por meio da Oferta Primária sejam inferiores às suas estimativas, sua aplicação será reduzida de forma proporcional aos objetivos e observada a ordem de alocação disposta nas tabelas acima e, na hipótese de serem necessários recursos adicionais, poderemos efetuar emissão de outros valores mobiliários e/ou efetuar a contratação de linha de financiamento junto a instituições financeiras, os quais deverão ser contratados tendo como principal critério o menor custo de capital para nós. [grifo nosso]

44. Nos parece portanto, fragilizada a assertividade das informações dispostas na minuta do Prospecto Preliminar, uma vez que se baseiam sobretudo na premissa de que a FS S.A. será a controladora da FS Ltda. Ressalte-se nesse ponto que o objeto social da Companhia permite eventual participação societária diferente do controle.

*Artigo 3º. A Companhia tem por objeto social específico e exclusivo a participação no capital social da FS Agrisolutions Indústria de Biocombustíveis Ltda. ("FS Bio") ou em suas sucessoras, seja exercendo o controle ou participando em caráter permanente com investimento relevante em seu capital social.*

45. Vislumbramos aí, uma possibilidade de descumprimento ao art. 38, da Instrução CVM 400, que determina que o Prospecto contenha informações claras e precisas quanto à companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira.

## CONCLUSÃO

46. Diante do acima exposto, reafirmamos que a caracterização de emissores como pré-operacionais para fins de registro de oferta pública consiste, de fato, em critério objetivo e, uma vez que tal critério encontra-se expressamente indicado nas citadas instruções não se permite qualquer grau de discricionariedade às áreas técnicas.

47. A SRE mantém o seu entendimento, consubstanciado no Ofício-Conjunto nº 100/2021-CVM/SRE/SEP, de que a Companhia, nos termos do artigo 2º, parágrafo 5º, da Instrução CVM 480, e do artigo 32-A, parágrafo 3º, da Instrução CVM 400, é considerada pré-operacional.

48. Desse modo, enviamos o presente pedido ao Superintendente Geral para que seja posteriormente submetido à superior consideração do Colegiado da CVM, nos termos do item III da Deliberação CVM 463, sendo a SRE relatora da matéria na oportunidade de sua apreciação.

Atenciosamente,

MICHELLE CORRÊA  
Analista

De acordo. À SRE,

ELAINE MOREIRA M. DE LA ROCQUE  
Gerente de Registros 2

De acordo. Ao SGE,

LUIS MIGUEL R SONO  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[1] É importante observar que na presente data encontra-se em análise outro pedido de registro de oferta pública de distribuição que faz uso da Deliberação CVM nº 533, qual seja, Processo SEI nº 19957.001682/2021-30, que trata da distribuição de ações de Rio Energy Participações S.A. Sobre tal companhia apontamos que de acordo com as demonstrações financeiras anexas à minuta do Prospecto Preliminar, a Rio Energy Participações S.A. e suas controladas não apresentam geração de receitas, sendo seu resultado composto apenas por despesas de consultorias e assessorias. Ainda, em 05/02/2021 foi aprovada reestruturação societária que viabilizou o aporte de projetos de geração

de energia renovável eólica, na Bahia e no Ceará, dos quais cerca de 535 MW estariam em construção e 485 MW estariam instalados.

[2] Deve ser observado que a proposta então submetida ao Colegiado amplamente difere do presente caso, uma vez que seria inaplicável ao pleito do Emissor. Com efeito, ainda que na nossa visão não se faça necessário ao escopo da presente análise, o aprofundamento no aspecto contábil (note-se, nem mesmo se sabe qual será a participação ao final detida pela FS na FS Ltda de modo que não é possível afirmar hoje se a Emissora será capaz de apresentar uma demonstração contábil consolidada com receita operacional), gostaríamos de pontuar trecho bastante elucidativo do Pronunciamento Técnico CPC nº 44 a respeito do tema: "6. *Demonstrações contábeis combinadas não podem ser confundidas com informações financeiras pro forma. Enquanto as informações financeiras pro forma objetivam demonstrar como as informações contábeis históricas teriam sido afetadas caso uma transação em particular tivesse sido concluída em um momento anterior (como, por exemplo, combinações de negócios), as demonstrações contábeis combinadas são elaboradas com o objetivo de apresentar as informações como se as diversas entidades que estão sob controle comum fossem apenas uma única entidade, conservando-se, todavia, as operações históricas efetivamente ocorridas.*".

[3] Consta a seguinte fundamentação para a revogação do então inciso II do art. 32 da Instrução CVM 400 (inciso ao qual se refere a Deliberação CVM 533) no Edital de Audiência pública nº 01/09, que deu origem à Instrução CVM nº 482/10: "*Outra indicação significativa de que as hipóteses previstas no art. 32 são demasiadamente amplas é o número expressivo de pedidos de dispensa do referido estudo [Estudo de Viabilidade] que foram concedidos pelo Colegiado desde 2003. Há uma hipótese, em particular, que se repetiu tantas vezes que o Colegiado editou a Deliberação nº 533, de 2008, delegando competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE para dispensar a obrigatoriedade de elaboração do estudo. Cuida-se do registro de primeira distribuição de valores mobiliários realizada por emissor que exercia a sua atividade há menos de dois anos, em virtude de reorganização societária do respectivo grupo econômico. Embora, a princípio, o estudo seja obrigatório nesse caso por força do disposto no inciso II do art. 32, o Colegiado consolidou o entendimento de que o emissor pode ser dispensado de apresentar o estudo, desde que sociedades por ele controladas estejam em operação por período superior a dois anos.*".



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Gerente**, em 16/04/2021, às 23:51, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Michelle da Rocha Faria, Analista**, em 16/04/2021, às 23:53, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 16/04/2021, às 23:55, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1234260** e o código CRC **0F74BF08**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1234260** and the "Código CRC" **0F74BF08**.*