



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 103/2021/CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 11 de agosto de 2021.

Ao: SGE
De: SRE/GER-2

Assunto: **Pedido de dispensa de requisito**
Processo SEI 19957.005632/2021-21 - Registro de Oferta Pública de Distribuição

Senhor Superintendente Geral,

1. Reportamo-nos ao pedido de registro de oferta pública de ações protocolizado em 14/07/21 ("Pedido") por **MONTE RODOVIAS S.A.** ("Companhia") a respeito do entendimento, por ela sustentado, quanto ao seu não enquadramento como empresa **pré-operacional**, nos termos do §5º do artigo 2º da Instrução CVM nº 480/09 ("Instrução CVM 480") e do §3º do artigo 32-A da Instrução CVM nº 400/03 ("Instrução CVM 400", e em conjunto com a Instrução CVM 480, as "Instruções Aplicáveis"), à luz das informações contábeis produzidas no âmbito do Pedido.

I - DO PEDIDO

2. A Companhia foi constituída em julho de 2020 com o propósito de investir em concessões de rodovias no Brasil, por meio da aquisição das três concessões rodoviárias que atualmente compõem o grupo: (i) Concessionária Bahia Norte S.A. ("CBN"); (ii) Concessionária Rota do Atlântico S.A. ("CRA"); e (iii) Concessionária Rota dos Coqueiros S.A. ("CRC" e, conjunto com a CBN e CRA, as "Controladas"). Em abril de 2021, a Companhia concluiu a aquisição das Controladas.

3. A CBN iniciou suas atividades em 29 de junho de 2010, por meio do sistema que liga a região metropolitana de Salvador ao polo industrial de Camaçari, ao Porto de Aratu e ao Aeroporto Internacional de Salvador.
4. A CRC iniciou suas atividades no final de 2006, por meio de contrato de Parceria Público-Privada (PPP) com o Governo de Pernambuco, conforme lei de PPP nº 11.079/04. As obras de execução da concessão rodoviária tiveram início em janeiro de 2008 e foram concluídas em março de 2010, com início das operações em 11 de junho de 2010.
5. A CRA iniciou suas operações em julho de 2011, por meio do Complexo Portuário e Industrial de Suape, e é responsável pela administração de um sistema viário com 44 km, no acesso a Suape e Litoral Sul pernambucano.
6. O controle das Controladas operacionais era anteriormente detido diretamente pela Odebrecht Rodovias S.A. ("Odebrecht Rodovias") e pela Investimentos e Participações em Infraestrutura S.A. - INVEPAR ("Invepar").
7. A Companhia apresentou para fins do atendimento ao Anexo 3 da Instrução CVM nº 480 as Demonstrações Financeiras de 30.06.21 e 31.12.20. Ainda, apresentou as seguintes informações contábeis para fins da instrução do processo de registro de oferta e de emissor: Demonstrações Financeiras Combinadas Auditadas do grupo Monte Rodovias, formado pelas Controladas, em 30.06.21 e 31 de dezembro de 2020, 2019 e 2018; e Informações Financeiras Combinadas Pro Forma Não Auditadas para os períodos de seis meses findo em 30 de junho de 2021 e 2020, bem como para o período de doze meses findo em 31 de dezembro de 2020. Cabe destacar que estas informações são elaboradas a partir de DFs Combinadas, o que agrega o termo combinada a sua nomenclatura sem, entretanto, afastar as características da uma informação financeira pró forma, conforme analisado neste documento.
8. Ao propor tais informações contábeis, argumenta a Companhia que estas *"garantir[ão] ao investidor uma compreensão precisa e consolidada da Companhia para uma adequada formação de decisão de investimento, assunção de riscos e precificação na Oferta Pública"*. E ainda que *"o investidor terá um amplo conhecimento dos resultados financeiros históricos das Controladas que compõem o portfólio de investimento da Companhia (repisa-se, uma sociedade holding), sendo pouco relevante, portanto, para fins informacionais, a data em que foi constituída a Companhia e a falta de histórico da posição financeira da controladora. Ainda, cabe ressaltar que as Controladas são do mesmo segmento operacional (concessão rodoviária) e, portanto, que a Companhia não realizou qualquer alteração ou adição de segmento operacional às suas atividades"*.
9. Ainda, pontuou a Monte Rodovias que a legislação americana, introduziu em 2012 o conceito de *Emerging Growth Company (EGC)*, com vistas a possibilitar a tais empresas regras mais flexíveis de divulgação de informação financeira, sendo que o enquadramento em tal classificação pode ter como base as demonstrações financeiras das companhias predecessoras daquela que pretende obter tal enquadramento, quando suas próprias demonstrações financeiras forem compostas pelas DFs das predecessoras. Também se referenciando ao panorama regulatório americano citou inovações implementadas pela SEC, em maio de 2020, em certas normas, com vistas a facilitar a divulgação de informações financeiras por companhias listadas envolvidas em operações de aquisição ou alienação de negócios, sendo que, dentre as principais inovações, apontou a redução do número de períodos interinos e auditados para os quais as demonstrações financeiras históricas devem ser apresentadas.

10. Finalmente concluiu indicando seu entendimento acerca da não aplicabilidade, à sua situação, do conceito de emissor pré operacional, conforme dispõe de forma análoga as Instruções CVM nº 400/03 e 480/09. Corroborando seu entendimento afirmando que, em sua visão, os dispositivos que delimitam a caracterização do emissor pré-operacional^[1] "*tem por finalidade proteger os investidores de varejo de novos projetos sem qualquer histórico de desempenho operacional ou de resultados, cujas informações financeiras não permitam extrair informações importantes para tomada de decisão de investimento ou, ainda, por dificultar um valuation baseado em dados - o que não é o caso da Companhia*" e ainda que "[e]mbora a Companhia (holding) tenha sido constituída neste ano e, conseqüentemente, não possua demonstrações financeiras do último exercício social [...] é, na sua essência, um emissor operacional, considerando a composição da totalidade de seus investimentos". Cita ainda como caso precedente a oferta pública de distribuição de ações da Vivara Participações S.A., holding constituída meses antes da realização da oferta e que fez uso de DFs combinadas das suas duas empresas controladas para fins das informações prestadas no âmbito da oferta e registro de emissor, sem que tenha sido considerada como pré-operacional.

II - HISTÓRICO E CONTEXTUALIZAÇÃO DA QUESTÃO

11. Inicialmente é importante ter em mente que, em sua origem, o aspecto da recém constituição do emissor surge como relevante para fins da determinação do conjunto informacional necessário em tais casos, no âmbito da distribuição pública de valores mobiliários.

12. Nesse sentido, em sua redação original, o art. 32 da Instrução CVM 400 previa as hipóteses nas quais se fazia necessária a apresentação de estudo de viabilidade para fins da instrução de pedido de registro de oferta pública de distribuição.

13. Dentre elas, o antigo inciso II elencava a hipótese na qual "a emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários".

14. No período 2007/2008, em um momento de amplo acesso ao mercado de capitais por novas companhias através da distribuição pública de suas ações, houve diversos casos apreciados pelo Colegiado nos quais, em sua maioria, se solicitava dispensa de tal requisito no contexto de ser a emissora companhia recém criada, mas à qual haviam sido vertidas participações em outras empresas operacionais.

15. À luz da recorrência de casos em janeiro de 2008, foi editada a Deliberação CVM nº 533/08 ("Deliberação 533"), através da qual foi delegada competência para que a SRE dispensasse a apresentação de Estudo de Viabilidade quando presentes as seguintes características:

- i. que a sociedade constituída há menos de dois anos concentrasse ou controlasse atividades desenvolvidas por outras sociedades existentes e em operação por período superior a dois anos;
- ii. que não fossem aplicáveis as demais hipóteses então previstas no art. 32 da Instrução CVM 400; e
- iii. que fossem inseridas no prospecto da oferta 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.

16. Posteriormente, em 2010, a Instrução CVM 400 passou a tornar mais restritas as hipóteses nas quais se fazia necessária a apresentação de estudo de viabilidade. Da redação original da norma, que contemplava 5 hipóteses nas quais era necessária a apresentação de tal documento, a redação, conforme alterada pela Instrução CVM nº 482/10, passou a exigir o estudo de viabilidade em 3 situações. Especificamente em relação ao anterior critério de atuação da emissora há pelo menos dois anos, este foi substituído por critério menos abrangente, passando a se adotar a ausência de suas atividades operacionais por oportunidade da realização da oferta, *in verbis*:

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

(...)

II - a emissora esteja em fase pré-operacional; (...)

17. Vale destacar trecho do Edital de Audiência Pública da citada instrução alteradora (EAP nº 01/2009) indicando que no caso de se tratar a emissora de companhia pré-operacional *"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."* (grifo nosso).

18. Somente em 2014 foi consignado, na Instrução CVM 400, a definição da fase pré-operacional da emissora, com a introdução do art. 32-A, notadamente em seu § 3º prevendo que: *"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."* Também naquele momento o caráter de recém constituição da emissora passou a dar causa à restrição de público alvo na distribuição de ações emitidas por companhias que se enquadrassem em tal critério, conforme art. 32-A, § 1º. A respeito, destacamos os seguintes trechos do Relatório de Audiência Pública da instrução alteradora de 2014 (RAP nº 01/2014):

O mercado brasileiro já tem como prática direcionar as ofertas públicas iniciais de companhia em fase pré-operacional para investidores qualificados, restringindo a negociação dos valores mobiliários distribuídos a esses investidores por determinado prazo. Como manifestado no edital desta audiência pública, a CVM entende conveniente formalizar essa prática do mercado brasileiro.

[...]

Tendo em vista a importância prática do conceito de emissor em fase pré-operacional, a CVM julgou conveniente estabelecer em norma sua definição. A forma mais objetiva e simples de definir uma companhia como operacional é analisar suas demonstrações financeiras e, nesse sentido, a sugestão da BM&FBovespa foi acatada.

Para fins da regulação da CVM de oferta pública, será operacional o emissor que tiver, ao menos em um exercício social, apresentado receita operacional líquida. Essa informação financeira deverá ser comprovada por demonstrações financeiras anuais elaboradas de acordo com as normas da CVM e auditadas por auditor independente registrado nesta autarquia.

19. As redações de tais dispositivos citados nos parágrafos 18 e 20 são mantidas até hoje.

20. Finalmente, em 2017, a Instrução CVM 480 incorporou requisito análogo em seu art. 2º, § 5º, com vistas a delimitar restrição para a negociação de ações, ou valores mobiliários conversíveis ou relacionados a ações, de emissores que se enquadrem na definição de pré-operacional, conforme trazida da Instrução CVM 400.

21. Ao verificarmos a evolução do aspecto em análise, conforme ora exposto, é importante apontar que se por um lado, no período 2007/2008 foi viabilizada alteração regulatória para melhor acolher pedidos de registro de oferta pública de certos emissores, os quais formalmente se sujeitavam à regra que à época exigia a elaboração de estudo de viabilidade, por outro o critério hoje apontado em norma para a definição de pré-operacional ainda não havia sido "testado" até este mais recente período de aquecimento do mercado de ações, fase ainda em curso^[2].

22. Nesse sentido, vale contextualizar o cenário de fundo do mercado de capitais desde que o conceito de emissor em fase pré-operacional foi introduzido na regulação. Com efeito, 26 ofertas públicas de distribuição foram registradas no período compreendido entre 2014 e o 1º semestre de 2019, equivalente a pouco menos de 5 ofertas por ano, frente a **63** ofertas registradas desde o 2º semestre de 2019 até a data desta análise, representando média anual cerca de **6** vezes superior ao período anteriormente citado.

23. Em um cenário aquecido para o mercado de capitais, em especial para ofertas iniciais de ações, o maior interesse na abertura de capital acaba naturalmente dando causa, em determinadas companhias, a que, em preparação para tais operações, ocorra algum tipo de reorganização, quer seja de suas atividades ou mesmo relacionada à reorganização de participações dentro de determinado grupo econômico. Assim como no exemplo trazido pela Companhia, em muitos dos casos, estas reorganizações implicam no surgimento de uma nova entidade, a qual será a emissora das ações a serem distribuídas publicamente.

24. À luz do contexto ora exposto, prosseguimos com a análise do assunto, subsidiando nossa manifestação a seu respeito.

III - DA ANÁLISE

25. Conforme se pretendeu demonstrar na seção anterior, a evolução da regulação aplicável buscou trazer, em 2010, maior delimitação de casos de exigência de apresentação de estudo de viabilidade, delimitação esta que em 2014 foi objetivamente caracterizada.

26. Ao iniciar a análise é importante ter como ponto de partida dois conceitos contábeis: Demonstrações Contábeis Combinadas, elaboradas nos termos do Pronunciamento Técnico CPC nº 44, e Informações Financeiras Pro Forma, elaboradas em linha com o disposto na Orientação Técnica CPC nº 06.

27. Dispõe o Pronunciamento Técnico CPC nº 44, aprovado pela Deliberação CVM nº 708/13, da seguinte forma:

2. Demonstrações contábeis combinadas representam um único conjunto de demonstrações contábeis de entidades que estão sob controle comum.

4. As demonstrações combinadas são elaboradas com o objetivo de apresentar as informações contábeis como se as diversas entidades sob controle comum fossem apenas uma única entidade, considerando os mesmos procedimentos utilizados quando da elaboração de demonstrações contábeis consolidadas. A diferença básica é que demonstrações consolidadas são elaboradas para a controladora e incluem as demonstrações de suas controladas e das entidades em que assume a maioria dos riscos e benefícios, enquanto nas demonstrações combinadas não há uma controladora, mas um grupo de entidades sob controle comum. A administração deve exercer seu julgamento na determinação das entidades sob controle comum a serem combinadas, bem como o propósito dessas demonstrações contábeis combinadas. Caso existam outras entidades no grupo de empresas sob controle comum que não tenham sido combinadas, a administração deve esclarecer as razões que determinaram a inclusão das entidades que foram combinadas.

10. As demonstrações combinadas devem ser elaboradas, no que for pertinente, de acordo com os conceitos e técnicas aplicáveis para a consolidação de demonstrações contábeis. Em resumo, as demonstrações combinadas representam a soma de demonstrações individuais, com a eliminação de saldos e transações entre as entidades combinadas, bem como dos ajustes decorrentes de eventuais resultados ainda não realizados entre essas entidades, e do alinhamento de práticas contábeis.

28. Já sobre as Informações Financeiras Pro Forma, destacamos que, conforme dispõe a Orientação Técnica CPC nº 06, aprovada pela Deliberação CVM nº 709/13:

3. As informações financeiras pro forma devem somente ilustrar os efeitos de uma transação específica, mensuráveis de maneira objetiva (a partir dos valores históricos), excluindo os efeitos baseados em estimativas e julgamentos sobre como as práticas e decisões operacionais da administração poderiam ou não ter

afetado as demonstrações contábeis históricas em decorrência da transação. Informações sobre os possíveis ou esperados impactos de decisões tomadas pela administração atual em decorrência da transação, como se tivessem sido tomadas em períodos anteriores, são consideradas projeções e não fazem parte do alcance desta Orientação. [...]

10. As informações financeiras pro forma devem fornecer aos investidores, credores e demais usuários informações sobre o impacto, em bases recorrentes, de uma transação em particular que demonstrem como poderiam ter sido afetadas as demonstrações contábeis históricas de uma entidade caso essa transação tivesse sido concluída em uma data anterior. As informações financeiras pro forma devem ser compiladas, elaboradas e formatadas a partir de demonstrações contábeis consolidadas históricas da entidade sempre que a consolidação for aplicável para a entidade, não sendo, nesse caso, necessária a apresentação de informações financeiras pro forma sobre as demonstrações contábeis individuais históricas da entidade.

29. Importante pontuar que a elaboração de Informações Financeiras Pro Forma está associada à ocorrência de uma operação (aquisição, venda, alienação, baixa, incorporação, fusão ou cisão) relevante envolvendo determinada entidade que deva produzir informação contábil. Ressaltamos ainda que a elaboração da Informação Financeira Pro Forma pressupõe a divulgação de demonstrações contábeis históricas dos negócios envolvidos na transação relevante, conforme dispõe a Orientação Técnica CPC nº 06 em seu item 8: "*Quando forem apresentadas informações financeiras pro forma de negócios adquiridos ou a serem adquiridos, é necessário apresentar, também, as demonstrações contábeis históricas dos negócios adquiridos ou a serem adquiridos para os mesmos períodos em que estão sendo apresentadas informações financeiras pro forma, sendo que as demonstrações contábeis históricas anuais ou intermediárias devem ser apresentadas de forma comparativa com os respectivos exercícios/períodos anteriores.*".

30. Ainda, a respeito da comparação entre os conceitos em tela, temos manifestação bastante elucidativa do próprio CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) traçando comparação entre ambos os conceitos ora em análise. Conforme destaca o item 6 do Pronunciamento Técnico CPC nº 44:

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.

31. Existem, portanto, diferenças substanciais entre tais conceitos, sendo premente iniciar apontando que as Informações Financeiras Pro Forma não são

consideradas demonstrações contábeis, mas tratam-se de uma extrapolação a partir de informações contábeis históricas das companhias envolvidas para representar a nova entidade, caso essa já existisse no momento ao qual se referem.

32. Nesse sentido, conforme dispõem as Deliberações acima citadas, as Demonstrações Contábeis Combinadas são auditadas, enquanto as Informações Financeiras Pro Forma são objeto de asseguarção razoável por parte dos auditores, não sendo submetidas, portanto, aos procedimentos de auditoria. Vale ainda destacar que, nos termos do Pronunciamento Técnico CPC nº 44, as Demonstrações Contábeis Combinadas devem abranger todas as demonstrações contábeis exigidas pelo Pronunciamento Técnico CPC nº 26 (R1), que trata da apresentação das Demonstrações Contábeis, de forma comparativa, acompanhadas das notas explicativas, ao passo em que a Orientação Técnica CPC nº 06 estabelece para as Informações Financeiras Pro Forma a elaboração de Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado e notas explicativas especiais elaboradas para demonstrar os registros evidenciados na coluna de ajuste.

33. Isto posto, passando a nos manifestar sobre nosso entendimento, ressaltamos novamente trecho contido no Edital de Audiência Pública da norma que alterou a Instrução CVM 400 para que a mesma passasse a prever a exigência de estudo de viabilidade no caso de companhias pré-operacionais. Como destacado à época, a exigência de tal documento passou a ser associada à situação em que o **"investidor não dispõe de dados históricos significativos sobre as atividades, a organização e a situação financeira do emissor"**. Nesse sentido, é importante examinar a qualificação acima destacada, de modo que identificamos "dados históricos significativos" enquanto informações históricas que expressem com clareza a situação financeira e patrimonial da emissora e sejam relevantes para informar seus destinatários. Com base em tal perspectiva, julgamos que não se pode necessariamente presumir, de antemão, que a Informação Financeira Pro Forma possa prover histórico significativo sobre a atividade, organização e situação financeira do emissor conforme este se apresenta no momento em que pretende acessar o mercado, muito em razão de que este tipo de informação contábil se aplica a casos em que o vínculo societário comum não existia previamente. Ou seja, nem sempre o desempenho pretérito de determinada entidade, isoladamente, será uma boa *proxy* para a contribuição desta entidade aos resultados da companhia uma vez ocorrida a transação que dá causa à elaboração da Informação Financeira Pro Forma. Este aspecto inclusive fundamenta a orientação prestada no precitado CPC nº 06, a seguir novamente destacada: *"3. As informações financeiras pro forma devem somente ilustrar os efeitos de uma transação específica, mensuráveis de maneira objetiva (a partir dos valores históricos), excluindo os efeitos baseados em estimativas e julgamentos sobre como as práticas e decisões operacionais da administração poderiam ou não ter afetado as demonstrações contábeis históricas em decorrência da transação. Informações sobre os possíveis ou esperados impactos de decisões tomadas pela administração atual em decorrência da transação, como se tivessem sido tomadas em períodos anteriores, são consideradas projeções e não fazem parte do alcance desta Orientação."*

34. Em outras palavras, não se pode necessariamente presumir, de antemão, que a Informação Financeira Pro Forma possa prover histórico significativo sobre a atividade, organização e situação financeira do emissor conforme este se apresenta no momento em que pretende acessar o mercado, uma vez que este tipo de informação contábil se aplica a casos em que o vínculo societário comum com a emissora não existia previamente. Ou seja, o tipo

específico de reorganização societária relacionado à produção de informação financeira pro forma, a saber, a aquisição de operações previamente detidas por controladores não ligados ao emissor, não afasta a caracterização do emissor enquanto companhia pré operacional no escopo das Instruções Aplicáveis. Com efeito, em tais casos não tratamos de um emissor que surge "meramente" em decorrência da reorganização de atividades já desenvolvidas pelo seu mesmo grupo de controle, mas sim tratamos de entidade que passa a gerir determinados negócios, anteriormente estranhos a sua atuação.

35. Nesse sentido, nem sempre o desempenho pretérito de determinada companhia, isoladamente, será uma boa *proxy* para a contribuição desta companhia aos resultados da emissora uma vez ocorrida a transação que dá causa à elaboração da Informação Financeira Pro Forma. Este aspecto inclusive fundamenta a orientação prestada no precitado CPC nº 06, a seguir novamente destacada: "*3. As informações financeiras pro forma devem somente ilustrar os efeitos de uma transação específica, mensuráveis de maneira objetiva (a partir dos valores históricos), excluindo os efeitos baseados em estimativas e julgamentos sobre como as práticas e decisões operacionais da administração poderiam ou não ter afetado as demonstrações contábeis históricas em decorrência da transação. Informações sobre os possíveis ou esperados impactos de decisões tomadas pela administração atual em decorrência da transação, como se tivessem sido tomadas em períodos anteriores, são consideradas projeções e não fazem parte do alcance desta Orientação.*".

36. Há ainda de se ponderar que, conforme anteriormente descrito, a Informação Financeira Pro Forma não é submetida à auditoria e não é composta por todas as demonstrações contábeis exigidas. Com efeito, para fins de apresentação da Informação Financeira Pro Forma não é elaborada a Demonstração dos Fluxos de Caixa, peça contábil bastante relevante para compreensão da entidade que reporta, conforme destaca o Pronunciamento Técnico CPC nº 03 (R2), aprovado pela Deliberação CVM nº 641/10: "*Informações sobre o fluxo de caixa de uma entidade são úteis para proporcionar aos usuários das demonstrações contábeis uma base para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa, bem como as necessidades da entidade de utilização desses fluxos de caixa. As decisões econômicas que são tomadas pelos usuários exigem avaliação da capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa, bem como da época de sua ocorrência e do grau de certeza de sua geração.*"

37. Diante dos aspectos acima analisados, em nossa opinião, a Informação Financeira Pro Forma não é apta a cumprir a finalidade do requisito conforme hoje disposto, o qual se presta a prover, aos investidores, informação significativa a respeito das atividades, organização e situação financeira do emissor. Ou seja, para além da literalidade, a qual conforme anteriormente abordado pode implicar em que, em determinadas situações, as exigências decorrentes da caracterização do emissor como companhia pré-operacional sejam desproporcionais, no caso específico da Informação Financeira Pró Forma avaliamos que a mesma não deve se prestar a afastar o aspecto pré-operacional do emissor para fins das Instruções Aplicáveis, à luz do escopo que se pretende alcançar tendo como *proxy* o critério contábil.

38. Cabe ressaltar que no presente caso concreto, tendo em vista que as atuais controladas da Companhia estavam sob o mesmo controle comum, em outro grupo econômico, foram apresentadas Demonstrações Contábeis Combinadas referentes aos 3 últimos exercícios sociais. Entretanto tais demonstrações não devem ser consideradas como representativas da Companhia

haja visto que representam a combinação das entidades que hoje a integram, mas em uma situação de controle diferente da atual, com potenciais reflexos na condução de suas atividades.

IV - CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO

39. Conforme demonstrado na presente análise, a Companhia não cumpre o requisito formal relacionado à identificação de situação operacional, conforme estipulado nas Instruções Aplicáveis, o que acaba por determinar certas exigências tanto à oferta como em relação ao seu registro de emissor. Com efeito, lhe é demandada a elaboração de estudo de viabilidade, delimitação do público alvo da Oferta a investidores qualificados e mesma restrição na negociação secundária das ações.

40. Entendemos que a Consulente não deveria ser considerada como operacional, à luz das fragilidades por nós identificadas em relação a informação contábil pró-forma, as quais residem nos seguintes aspectos: (i) não se tratam de demonstrações contábeis; (ii) não são auditadas; e (iii) não necessariamente devem ser consideradas como *proxy* para prover histórico significativo sobre a atividade, organização e situação financeira do emissor, uma vez que são produzidas com base em informações históricas para retratar uma determinada transação relevante posterior que se relaciona a operação de troca de controle.

41. Além disso, entendemos que a reorganização societária de aquisição de operações previamente detidas por controladores não ligados ao emissor não afasta a caracterização do emissor enquanto companhia pré-operacional no escopo das Instruções Aplicáveis, conforme acima analisado.

42. À luz de todo o exposto enviamos o presente processo ao Superintendente Geral para que seja posteriormente submetido à superior consideração do Colegiado da CVM, sendo a SRE relatora da matéria na oportunidade de sua apreciação.

Atenciosamente,

ELAINE MOREIRA M. DE LA ROCQUE
Gerente de Registros 2

De acordo. Ao SGE.

LUIS MIGUEL R SONO
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente. À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral

[1] Dispõem de forma idêntica o §5º do artigo 2º da Instrução CVM nº 480/09 e o §3º do artigo 32-A da Instrução CVM nº 400/03 que "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".

[2] Em 2013, portanto já com a redação do art. 32 apontando como hipótese de elaboração do estudo de viabilidade a identificação da emissora como pré-operacional, porém antes da inclusão na Instrução CVM 400 do conceito que passaria a definir companhia pré-operacional, foi registrada a oferta pública inicial da Smiles S.A., companhia constituída em 2012, cujas atividades operacionais entretanto somente foram aportadas em 28/12/2012 de modo que no momento do registro não havia histórico de atividade operacional conduzida pela emissora. Naquela oferta, foram apresentadas demonstrações financeiras *carve-out* englobando os ativos transferidos à emissora em relação aos 3 exercício sociais anteriores e Informação Financeira Pro Forma referente ao exercício de 2012, subsidiária à demonstração *carve-out* daquele exercício. Não foi exigida a elaboração de estudo de viabilidade.



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Gerente**, em 11/08/2021, às 20:42, 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 11/08/2021, às 20:43, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 11/08/2021, às 23:58, 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, informando o código verificador **1323495** e o código CRC **6E55701C**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1323495** and the "Código CRC" **6E55701C**.*