



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.006646/2021-62

Reg. Col. nº 2313/2021

**Interessados:** ISH Tech S.A.  
XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.

**Assunto:** Pedido de dispensa de requisitos normativos no âmbito de registro de emissor de valores mobiliários; e de oferta pública de distribuição inicial de ações

**Relatoria:** Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE  
Superintendência de Relações com Empresas – SEP

**Voto:** Diretor Alexandre Costa Rangel

### Manifestação de Voto

#### I. Introdução

1. O presente caso refere-se ao (i) Processo Administrativo CVM nº 19957.006646/2021-62, que trata do pedido de registro de oferta pública de distribuição de ações de emissão da ISH Tech S.A. (“Oferta” e “Emissora”), de relatoria da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) (“Processo de Registro da Oferta”); e (ii) Processo Administrativo CVM nº 19957.006640/2021-95, relacionado ao pedido de registro de emissor de valores mobiliários, categoria “A”, formulado pela Emissora, relatado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” e, quando em conjunto com a SRE, “Áreas Técnicas”) (“Processo de Registro da Emissora” e, quando em conjunto com o Processo de Registro da Oferta, “Processos”).
2. A Oferta, nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, conta com a XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. como coordenadora líder (“Coordenadora Líder” e, quando em conjunto com a Emissora, “Requerentes”).



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

### II. Pedidos de Dispensa

3. No âmbito do Processo de Registro da Oferta, os Requerentes formularam pedido de dispensa da exigência (i) de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira da Emissora, como determina o art. 32 da Instrução CVM nº 400/2003<sup>1</sup>; e (ii) de restrição do público-alvo da Oferta, prevista no art. 32-A do mesmo diploma normativo<sup>2</sup> (“Pedidos de Dispensa”).

4. Os Requerentes informam, em suma, que a Emissora não seria propriamente uma companhia pré-operacional. Isso porque, apesar de ter sido constituída apenas em 02.06.2021, a Emissora foi criada para consolidar as atividades desenvolvidas pela ISH Tecnologia S.A. (“ISH Tecnologia”) e Integrasys Comércio e Serviços de Informática Ltda. (“Integrasys” e, quando em conjunto com a ISH Tecnologia, “Sociedades Operacionais”). As Sociedades Operacionais foram constituídas em 1997 e, desde 2001, são controladas pelo mesmo grupo que controla a Emissora<sup>3</sup>.

5. As ações de emissão da ISH Tecnologia e as quotas de emissão da Integrasys serão integralizadas no capital social da Emissora, conforme assembleias gerais extraordinárias da Emissora realizadas em 28.07.2021<sup>4</sup> e 18.08.2021<sup>5</sup>. A partir da consumação da sua oferta pública inicial de ações – justamente o assunto objeto do Processo de Registro da Oferta –, a Emissora passará a ser titular da totalidade do capital social das Sociedades Operacionais (Emissora e Sociedades Operacionais, quando em conjunto, “Grupo ISH”).

6. Assim, segundo os Requerentes, a viabilidade econômico-financeira da Emissora e das atividades desenvolvidas pelas Sociedades Operacionais fica demonstrada a partir de todos os documentos que compõem a Oferta, constatação que fundamenta os pleitos de dispensa do estudo de viabilidade e da restrição do público-alvo da Oferta.

---

<sup>1</sup> “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: I - a oferta tenha por objeto a constituição da emissora; II - a emissora esteja em fase pré-operacional; ou III - os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora.”

<sup>2</sup> “Art. 32-A. A primeira oferta pública registrada de ações emitidas por companhia em fase pré-operacional será distribuída exclusivamente para investidores qualificados.”

<sup>3</sup> Grupo formado pelos seguintes 4 (quatro) sócios: Rodrigo Volk Etienne Dessaune (52,3%); Armsthon Hamer dos Reis Zanelato (26,1%); João Paulo Barros da Silva Pinto (11,6%); e Allan Marcelo de Campos Costa (10%).

<sup>4</sup> Doc. SEI 1329236.

<sup>5</sup> Doc. SEI 1348047.



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

### III. Manifestações das Áreas Técnicas

7. A SRE opinou contrariamente aos Pedidos de Dispensa, nos termos do Ofício Interno nº 129/2021/CVM/SRE/GER-2 (“Ofício SRE”)<sup>6</sup>, concluindo que *“os requisitos de registro em relação aos quais se dá o Pleito de Dispensa são aplicáveis à Emissora diante de sua caracterização como pré-operacional”* e *“para além do aspecto formal desta caracterização, conforme descrita no art. 32-A da Instrução CVM 400, de fato a Emissora não apresenta atualmente qualquer atividade operacional”*.

8. A SEP manifestou-se no mesmo sentido, por meio do Ofício Interno nº 119/2021/CVM/SEP/GEA-2 (“Ofício SEP”)<sup>7</sup> e, quando em conjunto com o Ofício SRE, “Ofícios”), *in verbis*: *“considerando que a comprovação da operacionalidade da companhia está condicionada a um evento futuro que pode ocorrer ou não e que as Demonstrações Financeiras para fins de registro apresentadas com data de 30/06/2021 não apresentam nenhum sinal de operacionalidade, entendemos que a Companhia encontra-se em situação pré-operacional e, portanto, que o Pedido de Dispensa da ISH Tech S.A. deve ser indeferido”*.

### IV. Mérito

9. Respeitosamente, discordo dos Ofícios e entendo que os Pedidos de Dispensa devem ser deferidos, nos termos em que formulados pelos Requerentes.

10. Minha posição, em linha com precedentes apreciados recentemente pelo Colegiado e com a regulamentação aplicável às matérias aqui tratadas, apoia-se nos seguintes fundamentos: **(i)** foram juntados aos autos documentos aptos a comprovar que, uma vez aprovada a Oferta, a totalidade do capital social das Sociedades Operacionais será detida pela Emissora, estando preservada, ainda, a competência da CVM de suspender ou cancelar a Oferta, a qualquer tempo, caso a estrutura societária informada não venha a ser implementada; **(ii)** as Sociedades Operacionais exercem atividade empresarial há tempos, situação que conduz à conclusão de que a Emissora não se confundirá com uma companhia pré-operacional quando da realização da Oferta, considerando que as Sociedades Operacionais, nesse momento, serão subsidiárias integrais da Emissora, o que justifica a dispensa do estudo de viabilidade e da restrição do público-alvo da

<sup>6</sup> Doc. SEI 1346741.

<sup>7</sup> Doc. SEI 1351151 (Processo Administrativo CVM nº 19957.006640/2021-95).



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

Oferta; e (iii) a transparência, completude e regularidade do regime informacional da Oferta parecem adequadamente asseguradas no caso concreto.

11. Explico a seguir, em maior profundidade, cada um dos tópicos.

### ***A totalidade do capital social das Sociedades Operacionais será detida pela Emissora***

12. Como relatado acima, foi realizada em 18.08.2021 uma AGE da Emissora, concluída no qual foram aprovadas diversas matérias relacionadas a um aumento de capital da Emissora. O referido aumento de capital foi aprovado por unanimidade, sem qualquer ressalva, tendo sido subscrito por todos os acionistas e sócios das Sociedades Operacionais, observadas as respectivas participações. Os referidos acionistas assinaram os correspondentes boletins de subscrição<sup>8</sup> e obrigaram-se a integralizar tais ações mediante conferência, à Emissora, das ações e quotas de emissão das Sociedades Operacionais. Condicionaram a efetivação dessa integralização, apenas e tão somente, “à consumação da Oferta aprovada na assembleia geral da Companhia realizada em 28 de julho de 2021, conforme definido na respectiva ata”, como expressamente previsto na ata da referida AGE.

13. A Oferta consiste na única condição suspensiva prevista nos documentos societários da Emissora para que o capital social das Sociedades Operacionais seja integralmente detido pela Emissora. A manifestação de vontade dos acionistas nesse sentido, efetivada por meio da assinatura da ata de AGE e dos respectivos boletins de subscrição, enquanto ato jurídico perfeito, encontra-se devidamente formalizada, reunindo, desde já, todos os elementos necessários à sua existência, validade e eficácia. Ademais, nos termos da Lei nº 6.404/1976, importante observar que o boletim de subscrição – devidamente assinado por todos os acionistas – materializa obrigação regular assumida pelos subscritores<sup>9</sup>, consubstancia título executivo extrajudicial<sup>10</sup> e representa um direito legítimo da Emissora detido em face dos acionistas subscritores.

---

<sup>8</sup> Doc. SEI 1348047 (pp. 8-11).

<sup>9</sup> “Art. 106. O acionista é obrigado a realizar, nas condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, a prestação correspondente às ações subscritas ou adquiridas.”

<sup>10</sup> “Art. 107. Verificada a mora do acionista, a companhia pode, à sua escolha: I - promover contra o acionista, e os que com ele forem solidariamente responsáveis (artigo 108), processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição e o aviso de chamada como título extrajudicial nos termos do Código de Processo Civil; ou II - mandar vender as ações em bolsa de valores, por conta e risco do acionista.”



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

14. Parece-me, assim, que existem sólidos fundamentos jurídicos que permitem concluir que, quando da realização da Oferta, efetivamente o Grupo ISH será formado pela Emissora e pelas Sociedades Operacionais, como sociedades controladas única e exclusivamente pela Emissora.

15. Além disso, ainda que não houvesse conforto suficientemente robusto a respeito das etapas que serão percorridas por meio da reestruturação societária descrita acima, fato é que a CVM possui todas as competências e atribuições necessárias para, no contexto do Processo de Registro da Oferta e da própria Oferta em si, eliminar o eventual e hipotético risco de que o capital social das Sociedades Operacionais não venha a ser integralizado na Emissora nos termos, condições e prazos informados pelos Requerentes.

16. Convém lembrar, como previsto na Instrução CVM nº 400/2003, que a Autarquia (i) pode, a todo e qualquer tempo, suspender ou cancelar a oferta que esteja se processando em condições diversas daquelas constantes do pedido de registro<sup>11</sup>; e (ii) deve suspender a oferta quando verificar ilegalidade ou violação sanáveis das regras aplicáveis, abrindo prazo não superior a 30 (trinta) dias para que as questões sejam corrigidas<sup>12</sup>. Cabe destaque, ainda, para o comando normativo que permite que os investidores que, porventura, já tenham aceitado a oferta, em caso de suspensão ou cancelamento por parte da CVM, revoguem a aceitação e recebam a restituição, na íntegra, dos valores que tenham investido<sup>13</sup>.

17. Ainda, a estrutura societária informada no âmbito do Processo de Registro da Oferta – que reafirma o pressuposto da Oferta de que a Emissora será a única titular do capital social das Sociedades Operacionais – está de acordo com o objeto social da Emissora, cujo estatuto social,

---

<sup>11</sup> “Art. 19. A CVM poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta de distribuição que: I - esteja se processando em condições diversas das constantes da presente Instrução ou do registro; ou II - tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.”

<sup>12</sup> “Art. 19. (...) §1º A CVM deverá proceder à suspensão da oferta quando verificar ilegalidade ou violação de regulamento sanáveis. §2º O prazo de suspensão da oferta não poderá ser superior a 30 (trinta) dias, durante o qual a irregularidade apontada deverá ser sanada. §3º Findo o prazo referido no § 2º sem que tenham sido sanados os vícios que determinaram a suspensão, a CVM deverá ordenar a retirada da oferta e cancelar o respectivo registro.”

<sup>13</sup> “Art. 20. O ofertante deverá dar conhecimento da suspensão ou do cancelamento aos investidores que já tenham aceitado a oferta, facultando-lhes, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar a aceitação até o quinto dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação. Parágrafo único. Terão direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições do Prospecto: I - todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e II - os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão, conforme previsto no caput.”



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

em seu art. 4º, dispõe que a “*companhia tem por objeto a participação em outras sociedades, na qualidade de sócia e/ou acionista*”.

18. Ante o exposto, encerro este primeiro ponto reforçando o entendimento de que os instrumentos jurídicos e societários juntados pelos Requerentes aos autos, assim como as normas regulatórias aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários, notadamente a Instrução CVM nº 400/2003, asseguram o conforto necessário para concluir que o capital social das Sociedades Operacionais será detido exclusivamente pela Emissora quando da consumação da Oferta.

***Considerando que as Sociedades Operacionais exercem atividade empresarial há tempos, bem como o fato de que o capital social das Sociedades Operacionais será integralmente detido pela Emissora quando da Oferta, fica afastado o caráter de pré-operacionalidade da Emissora, não se justificando a manutenção das salvaguardas regulatórias relacionadas ao estudo de viabilidade e à restrição do público-alvo***

19. As Sociedades Operacionais foram constituídas há 25 (vinte e cinco) anos; são controladas pelo mesmo grupo controlador há 20 (vinte) anos; e exercem suas respectivas empresas desde então. O contexto operacional do grupo, que consta como um dos anexos do prospeto preliminar da Oferta, apresenta maiores detalhes sobre o histórico e panorama geral das atividades desenvolvidas pelas Sociedades Operacionais<sup>14</sup>.

20. Em complemento, como descrito no tópico anterior, parece seguro partir da premissa de que a Emissora, quando da Oferta, em linha com as informações apresentadas no Processo de Registro da Oferta, será a exclusiva titular do capital social das Sociedades Operacionais.

---

<sup>14</sup> Doc. SEI 1329233 (Anexo K, pp. 402-403): “O Grupo ISH Tecnologia (“Grupo”), com sede na cidade de Vitória - ES, foi constituído em 23 de fevereiro de 1997 e é formado pelas entidades ISH Tecnologia S.A. (“ISH Tecnologia”) e Integrasys Comércio e Serviços de Informática Ltda. (“Integrasys”). O Grupo ISH Tecnologia tem como atividade principal prover soluções para segurança da informação, infraestrutura de Tecnologia da Informação (“TI”) e computação em nuvem (...). Hoje o Grupo ISH Tecnologia, possui um track-record de 25 anos no segmento, possuindo uma carteira de mais de 500 clientes ativos cujo churn não ultrapassa a marca de 2% ao ano. O Grupo ISH Tecnologia conta com mais de 1 milhão de ativos gerenciados, e para manter esta operação possui mais de 590 colaboradores sendo destes 50 desenvolvedores e 450 engenheiros, em 9 escritórios (8 no Brasil e 1 nos Estados Unidos), com 3 data centers (1 no Espírito Santo e 2 em São Paulo), 4 SOC (Security Operations Center) e NOC (network operations center). Para se diferenciar no mercado o Grupo ISH Tecnologia possui 3 certificações ISO (9001 / 20000 / 27001), além de contar com mais de 40 alianças tecnológicas. (...) O Grupo atua em todo território nacional, através de suas filiais estabelecidas nos Estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais, Brasília, além da sua Matriz no Espírito Santo.” (grifos meus).



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

21. Assim, a Emissora, enquanto parte do Grupo ISH, na qualidade de *holding* das Sociedades Operacionais, não pode ser confundida com uma companhia em estágio pré-operacional. Existe um extenso histórico de atividade empresarial e informações relacionadas às Sociedades Operacionais, cenário que, neste caso concreto, descaracteriza por completo o caráter pré-operacional da Emissora.

22. Como reconhecido em diversos precedentes relacionados a pedidos de dispensa similares apreciados recentemente pelo Colegiado<sup>15</sup>, a melhor interpretação das normas legais e regulatórias aplicáveis a pedidos de registro de ofertas e de emissores pressupõe que a essência deve prevalecer sobre a forma. Trata-se de avaliação mais profunda – mais atenta ao mérito, aos fundamentos e à substância das matérias objeto de análise – que propõe um passo adicional na avaliação do atendimento e eventual dispensa de requisitos existentes no arcabouço regulatório do mercado de valores mobiliários. Foi justamente a partir dessa lente de análise que algumas sociedades constituídas há pouco tempo, sem qualquer atividade operacional minimamente relevante, não foram consideradas pré-operacionais, de modo que dispensas específicas relacionadas a requisitos derivados dessa condição foram deferidas pela CVM<sup>16</sup>.

23. A referida postura regulatória de conceder dispensas em situações específicas e devidamente fundamentadas – que vem sendo adotada de forma consistente pela Autarquia, tanto nos registros de ofertas quanto de emissores, respeitadas as peculiaridades de cada caso concreto

---

<sup>15</sup> Alguns exemplos recentes são representados pelos Processos Administrativos CVM SEI nº (i) 19957.004308/2021-96 (CSN Cimentos); (ii) 19957.001682/2021-30 (Rio Energy); (iii) 19957.005632/2021-21 (Monte Rodovias); (iv) 19957.006433/2021-31 (Solar Bebidas); e (v) 19957.006076/2020-20 (3R).

<sup>16</sup> Confira-se o Ofício Interno nº 86/2021/CVM/SRE/GER-2, no âmbito dos Processos Administrativos CVM SEI nº 19957.004308/2021-96 e 19957.004259/2021-91, envolvendo pedidos de registro de emissor e de oferta pública de valores mobiliários da CSN Cimentos S.A., nesses termos: “(...) *consideramos que em determinados casos a regra contida no artigo 32-A da Instrução CVM 400 e replicada no § 5º, art. 2º da Instrução CVM 480, acaba por se mostrar demasiadamente restritiva de modo que sua aplicação, em tais situações, não se coaduna com o pressuposto da essência sobre a forma que deve permear as decisões e avaliações dos agentes econômicos. Partindo de tal constatação, entendemos que é ponto importante para compreensão da análise ora apresentada pelas Áreas Técnicas novamente ressaltar 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". Os trechos grifados da manifestação transcrita são chave para justificar o entendimento que julgamos adequado ao caso em análise. (...) Diante de tais informações e retornando ao que entendemos ter sido a intenção do regulador no estabelecimento do atual critério que identifica uma companhia enquanto pré-operacional, julgamos ser possível e adequado que a essência de uma companhia, enquanto operacional, não seja afastada pela não observação do aspecto formal, decorrente da não existência de demonstrações financeiras anuais individuais ou consolidadas do emissor.” (grifos no original).*



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
[www.gov.br/cvm](http://www.gov.br/cvm)

– encontra reforço no exercício da análise mais acurada dos motivos que justificam a própria existência, nas normas aplicáveis, das exigências relacionadas a companhias pré-operacionais.

24. Os Processos abordam pedidos de dispensas acerca da exigência de que tais companhias apresentem um estudo de viabilidade e de que os valores mobiliários de sua emissão somente possam ser ofertados a investidores qualificados. Tais exigências buscam atingir alguns objetivos. Os mais relevantes, a meu ver, são a preservação da higidez e regularidade **(i)** do regime informacional das ofertas e dos emissores; **(ii)** do processo de tomada de decisão por parte dos potenciais investidores; e **(iii)** da asseguarção de que os investidores de varejo não estarão expostos a riscos incompatíveis com o seu perfil ao se tornarem titulares de valores mobiliários de emissão de companhias sem qualquer histórico de atividades.

25. As exigências previstas nas normas referem-se, portanto, a situações específicas relacionadas a companhias pré-operacionais. As salvaguardas justificam-se, nesse sentido, apenas a partir da constatação de que os emissores e as ofertas objeto de análise não possuam, a rigor, na essência, qualquer histórico de atividade empresarial. A ausência de atividade operacional, evidentemente, poderia comprometer o regime informacional e o processo de tomada de decisão dos potenciais investidores, bem como poderia expor os investidores em geral a riscos incompatíveis com os seus respectivos perfis.

26. No entanto, o presente caso está relacionado ao Grupo ISH, que contempla a Emissora em conjunto com as Sociedades Operacionais, e não se refere a uma companhia sem histórico de atividade empresarial. Em sentido contrário, há extenso volume de informações e registros das operações e atividades desenvolvidas pelas sociedades que serão, quando da Oferta, controladas pela Emissora.

27. Os investidores da Oferta, evidentemente, não estarão expostos aos resultados econômicos ou aos riscos de uma companhia pré-operacional, mas, sim, de um grupo que existe e efetivamente desenvolve suas atividades há mais de 20 (vinte) anos.

28. O Colegiado já reconheceu esse ponto e se posicionou no mesmo sentido, em 27.04.2021, no âmbito do Processo Administrativo CVM SEI nº 19957.002555/2021-58 (“Caso FS”)<sup>17</sup>,

---

<sup>17</sup> [http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210427\\_R1/20210427\\_D2144.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210427_R1/20210427_D2144.html)



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

quando apontou que “*em essência, considerando a participação da Emissora a se concretizar, no mínimo, no percentual de 40% na FS Ltda., nos termos já pactuados, os quais, conforme relatado, se tornarão eficazes e produzirão efeitos jurídicos imediatamente após a precificação da Oferta, não se estará a tratar de investimento em companhia pré-operacional. Tal conclusão se ampara, na visão do Colegiado, em três fundamentos, todos facilmente perceptíveis em exame dos elementos referidos no Ofício Interno nº 57/2021/CVM/SRE/GER-2: (i) que, por força de dispositivo estatutário, a Emissora terá, como objeto social exclusivo, deter participação no capital da FS Ltda., (ii) que a FS Ltda. já se encontra em operação e registra receita operacional, ao menos, nos últimos três exercícios sociais e (iii) que, substancialmente, inexistente hipótese em que aqueles que adiram à Oferta estarão expostos aos resultados econômicos de companhia pré-operacional*”.

29. Portanto, assentada a premissa de que não se trata de companhia pré-operacional, forçoso concluir que se afigura desnecessária a manutenção das exigências atinentes a companhias pré-operacionais, a saber, o estudo de viabilidade e a restrição do público-alvo da Oferta, objeto dos Pedidos de Dispensas.

***A transparência, completude e regularidade do regime informacional da Oferta parecem adequadamente asseguradas no caso concreto***

30. Como último fundamento, destaco que as informações relacionadas à Oferta, à Emissora e às Sociedades Operacionais, que serão divulgadas ao público em geral, parecem adequadas, transparentes e completas, possibilitando a formação regular do processo de tomada de decisão por parte dos investidores.

31. O regime informacional, no caso concreto, é composto por diversos documentos e informações. De relevante, chamo atenção para **(i)** o formulário de referência da Emissora, elaborado nos termos da Instrução CVM nº 480/2009<sup>18</sup>; **(ii)** as demonstrações contábeis combinadas da Emissora com as Sociedades Operacionais, devidamente auditadas, sem ressalvas, pela Ernst & Young Auditores Independentes S.S. (“Auditoria Independente”), referentes aos

---

<sup>18</sup> Doc. SEI 1329233 (Anexo K, pp. 417-752).



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

exercícios sociais de 2020, 2019 e 2018<sup>19</sup>; e (iii) as demonstrações contábeis intermediárias combinadas do Grupo ISH, relacionadas ao período findo em 30.06.2021.

32. Além da clara relevância do formulário de referência e das demonstrações contábeis intermediárias como fonte fundamental de consulta e divulgação de informações relacionadas à Emissora e à Oferta, noto que foram elaboradas, no caso concreto, demonstrações contábeis combinadas do Grupo ISH, devidamente auditadas pela Auditoria Independente. Cuida-se de constatação de suma importância para assegurar a higidez e a completude do regime informacional do mercado de valores mobiliários<sup>20</sup>.

33. A esse respeito, nas palavras da SRE nos autos do Processo de Registro da Oferta, “uma Demonstração Financeira Combinada, tipo de informação contábil histórica que compõe a minuta do Prospecto da Oferta, seria apta a fornecer aos investidores dados históricos significativos sobre as atividades, a organização e a situação financeira do conjunto de entidades equivalentes ao emissor, conforme apresentado patrimonialmente para fins da Oferta. Reafirmamos assim o entendimento de que, em tais situações, poderia ser superado o não atendimento formal ao requisito que identifica um emissor pré-operacional, conforme art. 32-A, § 3º, da Instrução CVM 400”<sup>21</sup> (grifos meus).

34. Corroborando esse ponto, temos o Pronunciamento Técnico CPC n° 44, conforme aprovado pela Deliberação CVM n° 708/2013, que não deixa dúvidas acerca da completude e suficiência das informações constantes das demonstrações combinadas. No referido normativo, há, inclusive, interessante distinção assentada entre as demonstrações combinadas e as pró-forma. Veja-se: “[d]emonstrações contábeis combinadas não podem ser confundidas com informações financeiras pro forma. Enquanto as informações financeiras pro forma objetivam demonstrar

<sup>19</sup> Doc. SEI 1329233 (Anexo K, pp. 330-398), cabendo transcrever a conclusão da Auditoria Independente: “*Em nossa opinião, as demonstrações contábeis combinadas acima referidas apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira combinada do Grupo em 31 de dezembro de 2020, o desempenho combinado de suas operações e os seus fluxos de caixa combinados para o exercício findo nessa data, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB).*”

<sup>20</sup> A importância e suficiência das demonstrações financeiras combinadas como fonte de informação legítima e adequada para a tomada de decisão dos investidores foi reconhecida, também, pela SEP, que informou em seu ofício que formulará exigência (acertadamente, a meu ver) exigindo a retirada da referência, constante na minuta preliminar do prospecto, de que tais demonstrações combinadas “*não devem ser utilizadas em última análise para a tomada de qualquer decisão de investimento na Companhia*”.

<sup>21</sup> Doc. SEI 1346741.



## 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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031  
www.gov.br/cvm

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. Informações financeiras pro forma estão tratadas na OCPC 06, emitida por este CPC.” (grifos meus).

### V. Conclusões

35. Por todo o exposto, divirjo do entendimento das Áreas Técnicas e voto pelo deferimento integral dos Pedidos de Dispensa, uma vez que (i) a totalidade do capital social das Sociedades Operacionais será detida pela Emissora, estando, ademais, preservada a competência da CVM de suspender ou cancelar a Oferta, a qualquer tempo, caso a estrutura societária informada não venha a ser implementada (ii) as Sociedades Operacionais exercem atividade empresarial há tempos, fato que conduz à conclusão de que a Emissora não se confundirá com uma companhia pré-operacional quando da realização da Oferta, pois as Sociedades Operacionais, nesse momento, serão subsidiárias integrais da Emissora, o que justifica a dispensa do estudo de viabilidade e da restrição do público-alvo da Oferta; e (iii) a transparência, completude e regularidade do regime informacional da Oferta parecem adequadamente asseguradas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de setembro de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor