



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 57/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 20 de agosto de 2018.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Recurso contra decisão da SRE - OPA voluntária de Brasil Pharma S.A. - Processo CVM nº 19957.010832/2017-10**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 06/08/2018 (documento 0571220), por Stigma II LLC (“Recorrente” ou “Ofertante”), controladora da Brasil Pharma S.A. (“Companhia” ou “Brasil Pharma”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito da intenção da Recorrente de promover a saída da Companhia do segmento diferenciado de negociação da B3 S.A. (“B3”) denominado “Novo Mercado”, com a consequente realização de oferta pública de aquisição de ações (“OPA” ou “Oferta”) voluntária.

2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra determinação da SRE impedindo que a OPA ocorra antes de a Companhia encaminhar à CVM as Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e do 1º ITR/18, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, conforme comunicado por esta área técnica por meio do Ofício nº 198/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0560790), datado de 20/07/2018.

3. De forma a contextualizar o caso em tela, apresentaremos, anteriormente às “Alegações da Recorrente”, à “Manifestação da SEP” e às “Nossas Considerações”, as Seções “I. Características da OPA” e “II. Histórico da OPA de Brasil Pharma S.A.”

### **I. Características da OPA**

4. A OPA voluntária para Saída do Novo Mercado de Brasil Pharma é destinada à aquisição de até 6.226.036 ações ordinárias (5,5% de seu capital social), que correspondem às ações em circulação da Companhia.

5. A saída da Companhia do Novo Mercado da B3 não está condicionada à obtenção de qualquer quórum de adesão no âmbito da Oferta ou aceitação por parte dos acionistas destinatários, uma vez que se aplica à presente OPA a regra contida no Regulamento do Novo Mercado vigente até 31/12/2017, dado que a operação foi divulgada ainda sob a vigência do referido Regulamento.

6. Tendo em vista que a Ofertante não solicitou a dispensa dos limites previstos no art. 15 da Instrução CVM nº 361/02 (“Instrução CVM 361”), a Companhia somente estará apta a sair do Novo Mercado, vindo a ingressar no segmento tradicional da B3, se a OPA tiver adesão por parte de titulares de menos de 1/3 ou mais de 2/3 das ações em circulação.

7. Isso porque, caso a OPA tenha adesão por parte de titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, a Ofertante desistirá da OPA, nos termos do Inciso II do art. 15 da Instrução CVM 361.

8. Os limites para aquisição das ações objeto da OPA se encontram dispostos no item 2.13 do Edital da OPA, abaixo reproduzido:

*“2.13 Limites para aquisição de Ações Objeto. Caso ocorra a aceitação da Oferta por:*

*(i) titulares de até 1/3 (um terço) do total das Ações Objeto da Oferta, a*

*Ofertante irá, nos termos do artigo 15 da ICVM 361/2002, adquirir a totalidade das Ações Objeto da Oferta de titularidade dos acionistas que aceitaram a Oferta;*

*(ii) titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos que 2/3 (dois terços) do total das Ações Objeto da Oferta, a Ofertante irá desistir da Oferta e não adquirirá nenhuma Ação Objeto da Oferta, nos termos do art. 15, II, da ICVM 361/2002; e*

*(iii) titulares de, pelo menos, 2/3 (dois terços) do total das Ações Objeto da Oferta, a Ofertante irá adquirir a totalidade das Ações Objeto da Oferta de titularidade dos acionistas que aceitaram a Oferta.”*

9. Atendendo ao disposto no § 2º do art. 10 da Instrução CVM 361, a Ofertante ficará obrigada a adquirir todas as ações dos demais acionistas, no prazo de 3 meses contados da data da realização do leilão, atualizada pela taxa Selic até a data do efetivo pagamento pelas ações alienadas, caso se verifique a OPA tenha adesão por parte de titulares de mais de 2/3 das suas ações objeto.

10. A Instituição intermediária contratada no âmbito da Oferta foi a Modal DTVM Ltda.

11. A Ofertante atribuiu para cada ação objeto da OPA o valor de R\$ 0,91, a ser pago à vista, preço que encontra respaldo em laudo de avaliação exclusivamente elaborado para este fim, por meio do qual foi definido como valor econômico por ação de emissão da Companhia o intervalo entre R\$ 0,86 e R\$ 0,95.

12. O supramencionado laudo foi elaborado pelo Banco Modal S.A. (“Avaliador”) após ter sido escolhido pelos acionistas minoritários da Companhia, por maioria de votos, a partir de lista tríplice apresentada pelo Conselho de Administração, em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 07/12/2017, atendendo ao que preceitua o item 10.1.1. do Regulamento do Novo Mercado<sup>[1]</sup> vigente à época.

## **II. Histórico da OPA de Brasil Pharma S.A.**

13. Em 16/11/2017, a Companhia publicou Fato Relevante (documento 0391846) com informações sobre a intenção de seu controlador, Stigma II LLC, de promover a saída da Companhia do segmento diferenciado de negociação da B3 S.A. denominado “Novo Mercado”, com a consequente realização de oferta pública de aquisição de ações voluntária da Brasil Pharma, informando ainda que:

*“Em linha com a comunicação recebida da Acionista Controladora, apesar dos intensos esforços da Companhia para atingir o percentual mínimo de ações em circulação nos termos e prazos estabelecidos pela B3 através do Ofício BM&FBOVESPA nº 104/2016-DP (“Ofício 104/2016-DP”), encaminhado pela atual B3 à Companhia em 14.11.2016 e divulgado pela Companhia por meio do Comunicado ao Mercado de 16.11.2016, não foi possível para a Companhia atingir o patamar de ações em circulação almejado.*

*Neste contexto, a decisão da Acionista Controladora decorre da inviabilidade, especialmente relacionada à atual situação econômica da Companhia e às condições de mercado, de recomposição do percentual mínimo de ações em circulação da Companhia até a presente data, conforme determinado pela B3.”*

14. Em 19/12/2017, a Companhia divulgou Fato Relevante (documento 0414831) informando que o laudo de avaliação elaborado pelo Banco Modal S.A. para fins da OPA (“Laudo de Avaliação”) se encontrava disponível nos sites da CVM e da Companhia.

15. Em 09/01/2018, a Companhia divulgou Fato Relevante (documento 0419087) informando que (i) “ajuizou, nesta data, em conjunto com mais 09 (nove) sociedades pertencentes ao mesmo grupo da Companhia (“Grupo BRPH”), pedido de recuperação judicial perante a Comarca da Capital do Estado de São Paulo, nos termos dos artigos 47 e seguintes da Lei n.º 11.101/05 e do artigo 122, parágrafo único da Lei das S.A.”; e (ii) “até o presente momento, permanecem inalteradas as informações relacionadas à oferta pública voluntária de aquisição de ações da Companhia” e que “eventuais impactos da Recuperação Judicial Grupo BRPH sobre a OPA estão sendo analisados e serão, caso existam, prontamente comunicados ao mercado e aos acionistas da Companhia”.

16. Em 15/01/2018, A Companhia divulgou Fato Relevante (documento 0422532) informando que o Banco Modal S.A. “enviou à administração versão ajustada do laudo de avaliação econômico-financeira das ações de emissão da Companhia”, que teve “por objetivo elucidar os pedidos de esclarecimentos realizados pela B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão

*(“B3”) por meio do Ofício 06/2017-SRE, datado de 28 de dezembro de 2017”.*

17. Em 17/01/2018, encaminhamos o Ofício nº 11/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0423364) à Companhia, solicitando que esta informasse ao Controlador para que este se manifeste sobre a intenção de solicitar à CVM, no âmbito da oferta, a dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 previstos pelo art. 15 da Instrução CVM 361 e, caso houvesse essa intenção, que esclarecesse quando se pretendia encaminhar a esta Autarquia os documentos da OPA para que se pudesse proceder com a análise do referido pleito.

18. Em 24/01/2018, a Companhia protocolou resposta ao Ofício nº 11/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0428524), informando que *“(…) entrou com contato com Acionista Controlador e foi informada que não há qualquer intenção do Acionista Controlador de solicitar à CVM, no âmbito da OPA, a dispensa dos limites de 1/3 (um terço) e 2/3 (dois terços) previstos no artigo 15 da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada (“ICVM 361”)*”.

19. Em 31/01/2018, encaminhamos o Ofício nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0431420) à Companhia, solicitando que a Companhia informasse ao Ofertante determinadas exigências a serem atendidas com relação ao Laudo de Avaliação, dentre as quais destacamos a seguinte:

*“2.2.10. Considerando que o cálculo do fluxo de caixa descontado em um horizonte de projeção de apenas 5 anos mais perpetuidade resultou em valor negativo para a Companhia, solicitamos fundamentar no Laudo: (i) caso o avaliador considere consistente a continuidade operacional da Companhia, a razão de não ter sido utilizado um horizonte de projeção maior; ou (ii) caso o avaliador não considere consistente a continuidade operacional da Companhia, a razão de não ter sido utilizada a metodologia do patrimônio líquido a preços de mercado, prevendo o encerramento de suas operações”*

20. Em 14/02/2018, a Companhia protocolou expediente, em referência ao Ofício nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0438490), informando que o *“(…) Acionista Controlador e o Banco Modal informaram a Companhia que, considerando a magnitude das alterações e esclarecimentos solicitados, tanto por esta D. Comissão como pela B3, em que pese todos os esforços empregados, é necessário um prazo adicional para responder ao Ofício e ao Ofício B3 a contento”*.

21. Em 16/02/2018, encaminhamos o Ofício nº 36/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0440022) à Companhia prorrogando o prazo de atendimento ao Ofício nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1.

22. Em 02/03/2018, encaminhamos o Ofício nº 55/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0449180) à Modal D.T.V.M. Ltda. (“Instituição Intermediária”), comunicando exigências a serem atendidas com relação à minuta de Edital da Oferta.

23. Em 02/03/2018, a Companhia protocolou expediente, em referência ao Ofício nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0449747), informando que o *“(…) Acionista Controlador e o Banco Modal comunicaram à Companhia a necessidade de prazo adicional para responder aos Ofícios e reapresentar o Laudo de Avaliação (...)”*.

24. Em 06/03/2018, encaminhamos o Ofício nº 61/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0451207) à Companhia prorrogando o prazo de atendimento ao Ofício nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1, em linha com o novo prazo concedido pela B3 para atendimento ao Ofício que havia sido por ela encaminhado.

25. Em 08/03/2018, a Companhia protocolou expediente (documento 0454408) em atendimento aos Ofícios nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1 e nº 55/2018/CVM/SRE/GER-1, bem como em face de Ofício que havia sido encaminhado pela B3. Em resposta à exigência 2.2.10 do Ofício nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1, transcrita no parágrafo 19 acima, bem como em face de exigência elaborada pela B3, foi encaminhado relatório (documento 0454409) elaborado pela APSIS Consultoria Empresarial Ltda. (“APSYS”), avaliando a Companhia pelo método do patrimônio líquido a preços de mercado, que retrataria a hipótese de sua liquidação.

26. Em 22/03/2018, encaminhamos o Ofício nº 71/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0469418), reiterando algumas exigências constantes dos Ofícios nº 26/2018/CVM/SRE/GER-1 e nº 55/2018/CVM/SRE/GER-1, dentre as quais destacamos a seguinte exigência, realizada em função de o relatório supra não ter sido elaborado pelo Avaliador, e sim por terceiro contratado pela Ofertante:

*“2.2.10 Inserir no Laudo de Avaliação: (i) esclarecimento sobre a contratação de instituição responsável pela elaboração de laudo do patrimônio líquido ajustado a preços de mercado; (ii) a razão da*

*referida metodologia não ter sido calculada pelo próprio Avaliador (Banco Modal S.A.); (iii) o valor apurado pelo laudo do patrimônio líquido ajustado a preços de mercado; e (iv) manifestação do Avaliador quanto à consistência das conclusões do laudo do patrimônio líquido ajustado a preços de mercado elaborado para a Oferta”*

27. Em 29/03/2018, a Companhia protocolou expediente (documento 0479149), em referência ao Ofício nº 71/2018/CVM/SRE/GER-1, informando que a “(...) *Stigma II LLC e o Avaliador informaram para a Companhia a necessidade de um prazo adicional para responder, tempestiva e adequadamente, ao Ofício e ao Ofício B3 a contento”*.

28. Entre 02/04/2018 e 28/05/2018, o prazo de atendimento ao Ofício nº 71/2018/CVM/SRE/GER-1 chegou a ser prorrogado 3 vezes, em linha com os novos prazos concedidos pela B3 para atendimento aos Ofícios por ela encaminhados, salientando que a OPA que se pretende realizar se funda no Regulamento daquela Bolsa, não se caracterizando como uma operação registrada na CVM, sendo acompanhada por esta Autarquia no âmbito do Plano de Supervisão Baseada e Risco da SRE.

29. Em 29/06/2018, a Companhia protocolou expediente em atendimento ao Ofício nº 71/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0547983). Em resposta à exigência 2.2.10 do referido Ofício, o Avaliador alterou as premissas que fundamentaram o método do fluxo de caixa descontado utilizado, incluindo a premissa de que o plano de recuperação será aprovado pelos credores, resultando em um valor positivo para a Companhia, entendendo assim ser desnecessária a utilização do método do patrimônio líquido ajustado a preços de mercado.

30. Em 05/07/2018, encaminhamos o Ofício nº 181/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0550657), comunicando novas exigências a serem atendidas, tendo em vista as modificações supra realizadas no Laudo de Avaliação da Companhia.

31. Em 06/07/2018, após questionarmos a SEP a respeito da atualização do registro da Companhia junto à CVM, recebemos o Memorando nº 30/2018-CVM/SEP/GEA-2 (documento 0553810), informado essencialmente que:

*“a) O Relatório do Auditor Independente datado de 29/03/2018 sobre as Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas do exercício encerrado em 31/12/2017 (entregue em 02/04/2018) **apresentou abstenção de opinião**. A base para a abstenção foi o fato da Companhia e suas controladas estarem em processo de elaboração do Plano de Recuperação Judicial e que a continuidade operacional dependerá da aprovação do referido plano em Assembleia Geral de Credores, não sendo possível determinar, no estágio atual, qual será o desfecho desse assunto, seus impactos nas demonstrações financeiras, bem como concluir se o pressuposto de continuidade operacional era apropriado.*

*b) O Relatório de Revisão Especial de Informações Trimestrais Individuais e Consolidadas do trimestre encerrado em 31/03/2018 (entregue em 19/06/2018) **apresenta abstenção de conclusão**. A base para a abstenção de conclusão é a dependência da aprovação do Plano de Recuperação Judicial em Assembleia Geral de Credores, a qual não foi realizada até a data do relatório (18 de junho de 2018)*

*(...)*

*pela razão das Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18 conterem relatório de auditoria com opinião modificada, **o registro não se encontra atualizado**.*

32. Em 13/07/2018, a Companhia protocolou expediente solicitando prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício nº 181/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0556399), prorrogação que foi concedida e comunicada naquela mesma data.

33. Em 20/07/2018, após analisarmos o teor do Memorando supra encaminhado pela SEP, manifestamos entendimento junto ao Ofertante e à Companhia, por meio do Ofício nº 198/2018/CVM/SRE/GER-1 (documento 0560790), decisão ora recorrida, nos seguintes termos:

*“A propósito, em consulta à SEP – Superintendência de Relações com Empresas sobre a atualização do registro da Companhia na CVM, fomos informados por aquela área técnica que:*

*“a) O Relatório do Auditor Independente datado de 29/03/2018 sobre as Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas do exercício*

*encerrado em 31/12/2017 (entregue em 02/04/2018) apresentou abstenção de opinião. A base para a abstenção foi o fato da Companhia e suas controladas estarem em processo de elaboração do Plano de Recuperação Judicial e que a continuidade operacional dependerá da aprovação do referido plano em Assembleia Geral de Credores, não sendo possível determinar, no estágio atual, qual será o desfecho desse assunto, seus impactos nas demonstrações financeiras, bem como concluir se o pressuposto de continuidade operacional era apropriado.*

*b) O Relatório de Revisão Especial de Informações Trimestrais Individuais e Consolidadas do trimestre encerrado em 31/03/2018 (entregue em 19/06/2018) apresenta abstenção de conclusão. A base para a abstenção de conclusão é a dependência da aprovação do Plano de Recuperação Judicial em Assembleia Geral de Credores, a qual não foi realizada até a data do relatório (18 de junho de 2018)*

*(...)*

*pela razão das Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18 conterem relatório de auditoria com opinião modificada, o registro não se encontra atualizado.”*

*3. Com base no acima exposto, entendemos que:*

*(i) as informações contábeis recentes da Companhia atualmente disponíveis (Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18) não permitem que os acionistas objeto de eventual OPA a ser realizada tomem uma decisão refletida e independente quanto à sua aceitação, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361; e*

*(ii) as informações contábeis da Companhia utilizadas na elaboração do Laudo de Avaliação apresentado no âmbito da OPA não observa, na essência, o disposto no inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361, uma vez que a utilização de informações sobre as quais o auditor se absteve de emitir opinião não cumpre com o objetivo central de tal requisito normativo.*

*4. Dessa forma, comunicamos que a OPA somente poderá ocorrer após a Companhia encaminhar à CVM as Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e do 1º ITR/18, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, em linha com a decisão do Colegiado da CVM datada de 26/07/2016, no âmbito da OPA para cancelamento de registro de Iguazu Celulose, Papel S.A. (Processo CVM nº RJ-2015-9687), devendo o Laudo de Avaliação ser atualizado, se necessário, para refletir as informações supra.”*

34. Em 06/08/2018, a Ofertante protocolou na CVM expediente (documento 0571220) com o Recurso.

35. Em 08/08/2018, dado que o Recurso abordou questões de competência da SEP, encaminhamos e-mail (documento 0572541) àquela área solicitando manifestação sobre o teor do Recurso naquilo que coubesse.

36. Em 20/08/2018, a SEP nos encaminhou o Memorando nº 34/2018-CVM/SEP/GEA-2 (documento 0581558), acompanhado do RELATÓRIO Nº 122/2018-CVM/SEP/GEA-2 (documento 0581553), com sua manifestação sobre o Recurso naquilo que entendeu cabível.

### **III. Alegações da Recorrente**

#### **I. TEMPESTIVIDADE**

*1. De acordo com o disposto no inciso I da Deliberação CVM 463/03<sup>[2]</sup>, a Recorrente tem prazo de 15 dias, contados da ciência da decisão prolatada pelo ilustre Superintendente de Registro de Valores Mobiliários, para interpor recurso contra ela.*

*2. A Recorrente recebeu o Ofício em 20 de julho de 2018. Considerando o prazo acima e a existência de dia sem expediente nesta D. Comissão, o termo final para a interposição de recurso ao Colegiado somente se esgotaria em 6 de agosto de 2018.*

*3. Nesse sentido, não há dúvidas quanto à tempestividade do presente*

Recurso.

## **II. BREVE HISTÓRICO**

4. A Companhia vive nos últimos anos um profundo processo de reestruturação, marcado pela renegociação de suas dívidas, reformulação de seu quadro administrativo e gerencial, pela alteração de seu quadro de acionistas indiretos e também pelo aprimoramento das práticas de governança corporativa.

5. Com o propósito de captar recursos e, assim, dar continuidade a seus negócios, em 29 de janeiro de 2016, conforme divulgado por meio de fato relevante da mesma data, a Companhia concluiu operação de aumento de capital mediante a realização de oferta pública de distribuição primária de ações ordinárias de sua emissão com esforços restritos de colocação.

6. Na ocasião, apesar dos esforços da administração, a subscrição das ações ofertadas ocorreu apenas de forma parcial em valor mínimo. Apenas o então acionista controlador, BTGI Stigma LLC, exerceu seu direito de preferência. Por consequência da subscrição realizada pelo então controlador, houve drástica redução do free float da Companhia, de 52,19% para apenas 3,99%.

7. A Companhia viu seu free float se desenquadrar do percentual mínimo de ações em circulação exigido pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado vigente à época[3].

8. Assim, em função desse cenário, a Companhia recebeu, em 14 de novembro de 2016, o Ofício BM&FBOVESPA n.º 104/2016-DP, da atual B3, determinando a recomposição do free float da Companhia ao percentual mínimo de ações em circulação nos seis meses subsequentes à homologação da subscrição do já mencionado aumento de capital, nos termos do item 7.3 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado[4].

9. Entretanto, em razão de diversos obstáculos que inviabilizaram a recomposição do free float da Companhia, em especial, a retração sofrida pela economia e pelo mercado brasileiro e as limitadas fontes de financiamento da Companhia e da BTGI Stigma LLC, a Companhia se viu compelida a requerer à B3 a prorrogação do prazo para o cumprimento de tal determinação.

10. A B3, por sua vez, reconhecendo o cenário econômico adverso e o compromisso da administração com a reestruturação financeira da Companhia, estendeu o prazo para recomposição do percentual mínimo de ações em circulação até 16 de novembro de 2017, mediante o cumprimento de certas condições[5], que foram, tempestiva e diligentemente, atendidas pela Companhia.

11. A Companhia e seus acionistas, visando à preservação e revitalização de seus negócios, prosseguiram com o processo de reestruturação financeira, que, em 6 de abril de 2017, também foi marcado pela modificação indireta de controle da BRPharma. Assim, a Recorrente passou a ser controladora indireta da Companhia.

12. Após a redefinição do controle da Companhia, a Recorrente não poupou esforços na busca por novas receitas e para a implementação de estratégias voltadas à sua reestruturação financeira.

13. De igual modo, imbuída da vontade de manter a Companhia listada no Novo Mercado, sua administração manteve-se dedicada a estudar alternativas que tornassem viável a recomposição de seu free float.

14. À época, inclusive, a administração da Companhia realizou reunião com a B3 em 16 de agosto de 2017, na qual foram apresentados os esforços empreendidos na recuperação da Companhia. Chegou-se a aventar possíveis medidas mitigadoras dos efeitos do desenquadramento do percentual mínimo de free float, de modo a permitir que a Companhia concretizasse seu desejo de permanecer no Novo Mercado, segmento de listagem reconhecido por concentrar o mais rigoroso conjunto de práticas de governança corporativa.

15. Contudo, em que pese a dedicação da administração ao processo de

saneamento financeiro e de recomposição do percentual mínimo de free float da Companhia, a manutenção do cenário macroeconômico adverso e o exaurimento do prazo estabelecido pela B3 vieram acompanhados da divulgação, em 14 de novembro de 2017, do formulário de informações trimestrais (“ITR”) da Companhia referente ao período findo em 30 de setembro de 2017 que, além de revelar prejuízo de R\$1.456.398.000,00 nos primeiros três trimestres daquele ano, evidenciou a inviabilidade prática de se recompor o free float da Companhia no curto prazo.

16. Por esta razão, a Stigma viu-se diante de um cenário em que a única alternativa adequada para o devido cumprimento da determinação da B3 seria a saída do Novo Mercado, mediante a realização de OPA, nos termos do item 11.2 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado<sup>[6]</sup>, tendo comunicado tal decisão à administração da Companhia em 16 de novembro de 2017, conforme fato relevante divulgado na mesma data.

17. Desde então, a Recorrente passou a trabalhar na documentação da OPA, e vem providenciando o atendimento a diversas exigências formuladas pela CVM e pela B3 com relação a tais documentos, em especial na minuta do edital da OPA (“Edital”) e no laudo de avaliação das ações de emissão da Companhia, elaborado pelo Banco Modal S.A. (respectivamente, “Laudo de Avaliação” e “Avaliador”).

18. Enquanto isso, contudo, apesar dos inúmeros aprimoramentos implementados na gestão da Companhia e da contínua busca por alternativas à readequação de sua estrutura de capital de giro, a BRPharma continuou a enfrentar severas dificuldades na continuidade de suas operações.

19. Nesse contexto, diante da impossibilidade de se encontrar soluções sustentáveis para a situação financeira da Companhia no âmbito extrajudicial, a administração entendeu que a medida mais adequada seria o ajuizamento de pedido de recuperação judicial da Companhia e das empresas de seu grupo econômico, o que ocorreu em 9 de janeiro de 2018.

20. O processo de recuperação judicial da Companhia tramita no Juízo da 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo, sob o nº 1000990-38.2018.8.26.0100. No âmbito desse processo, a Companhia apresentou em 9 de abril de 2018 o seu plano de recuperação judicial (“Plano de Recuperação Judicial”), que se encontra atualmente em fase de discussão junto aos credores.

21. Cabe ressaltar que a administração da Companhia vem trabalhando com vistas a assegurar a aprovação e a efetivação do seu Plano de Recuperação Judicial. Inclusive, a administração adotou medidas alinhadas às perspectivas operacionais nele previstas, dentre as quais a suspensão das atividades de varejo nas unidades de operação própria da Companhia. Assim, a Companhia poderá manter o foco na operação de sua rede de franquias para viabilizar a retomada do seu crescimento após a compatibilização dos seus passivos no âmbito da recuperação judicial.

22. Nesse período, a administração da Companhia também tem providenciado à Recorrente o suporte necessário à adoção das medidas para atender as exigências formuladas pela CVM e pela B3 em relação à documentação apresentada no âmbito da OPA.

23. Dentre as exigências, destaca-se especialmente a necessidade de atualização da documentação da OPA com base nas informações contábeis mais recentes da Companhia, e a exigência da B3 de atualização do Laudo de Avaliação da Companhia com base nas premissas do Plano de Recuperação Judicial.

24. Depois da disponibilização do ITR referente ao período findo em 31 de março de 2018 (“1º ITR/2018”) pela Companhia, a Recorrente reapresentou, pela última vez, os documentos a esta CVM e à B3 em 29 de junho de 2018 atualizados com as informações financeiras então divulgadas.

25. Mas, em 20 de julho de 2018, enquanto providenciava os pontuais ajustes adicionais no Edital requeridos pela D. GER-1 nos termos do Ofício nº 181/2018/CVM/SRE/GER-1, de 5 de julho de 2018, a Recorrente foi surpreendida com o recebimento do Ofício, determinando o adiamento da OPA.

26. Como se verá a seguir, no entanto, mais do que adiar, as exigências do Ofício podem vir a inviabilizar a própria efetivação da OPA, haja vista a impossibilidade prática de se atender à determinação dele constante.

### **III. DO OFÍCIO**

27. Por meio do Ofício, a Companhia foi comunicada acerca da decisão do ilustre Superintendente de Registro de Valores Mobiliários de que a OPA “somente poderá ocorrer após o envio das Demonstrações de 31/12/2017 e do 1º ITR/18, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”, em virtude da abstenção de opinião no Relatório do Auditor Independente nas mencionadas demonstrações contábeis.

28. Segundo o Ofício, esse entendimento estaria em linha com a decisão proferida pelo Colegiado em 26 de julho de 2016 no âmbito do Processo nº RJ2015/9687, que analisou a OPA para cancelamento de registro da Iguazu Celulose, Papel S.A.

29. De acordo com o Ilmo. Superintendente, as informações contábeis da Companhia atualmente disponíveis não permitiriam que os acionistas destinatários da OPA tomassem uma decisão refletida e independente quanto à sua aceitação, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM n.º 361, de 5 de março de 2002, conforme alterada (“[ICVM 361/02](#)”)[\[7\]](#).

30. No mesmo sentido, o Ofício salienta que as informações contábeis da Companhia utilizadas na elaboração do Laudo de Avaliação apresentado no âmbito da OPA não observariam o disposto no inciso III do Anexo III da ICVM 361/02[\[8\]](#), uma vez que a utilização de informações sobre as quais o auditor se absteve de emitir opinião não cumpriria com o objetivo central de referido requisito normativo.

31. Entretanto, como será demonstrado ao longo deste Recurso, a ausência de opinião nos Relatórios de Auditoria das demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2017 (“[DFs/17](#)”) e do formulário de informações trimestrais referente ao período findo em 31 de março de 2018 (“[1º ITR/18](#)”), cujo fundamento esteja relacionado à necessidade de aprovação do Plano de Recuperação Judicial, no âmbito da recuperação judicial atualmente em trâmite na 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo, não pode constituir elemento impeditivo ao prosseguimento regular da OPA.

### **IV. AUSÊNCIA DE RISCO REGULÁTÓRIO NA AUSÊNCIA DE OPINIÃO DOS AUDITORES INDEPENDENTES NO CASO**

32. Como visto anteriormente, a necessidade de efetivação da OPA para saída do Novo Mercado decorre de um evento que está inserido em um contexto mais amplo e que teve início com a drástica redução do free float da Companhia decorrente de operação de aumento de capital motivada pela premente necessidade da Companhia de captar novos recursos para o pagamento de suas dívidas.

33. Com a inviabilidade de se recompor o free float da Companhia e se reenquadrar ao percentual mínimo de ações em circulação exigido para a listagem no Novo Mercado em virtude, especialmente, da crise macroeconômica brasileira e do cenário adverso vivenciado pela Companhia desde então a Recorrente foi, na prática, compelida a lançar a OPA para que a Companhia pudesse sair do segmento.

34. Ocorre que, com a manutenção do cenário adverso enfrentado pela Companhia, que assolou e ainda assola o seu dia a dia operacional e



suas condições financeiras, e acabou conduzindo ao próprio requerimento de recuperação judicial, o processo de lançamento da OPA tem se tornado sistematicamente mais complexo para a Recorrente.

35. Em que pesem todas as dificuldades operacionais, muitas delas inerentes à própria condição de recuperanda da Companhia, a Recorrente vinha até o momento atendendo a todas as exigências formuladas por esta CVM e pela B3, providenciando as alterações e as atualizações requeridas na documentação da OPA.

36. No entanto, com o recebimento do Ofício, a Recorrente vê-se, pela primeira vez, impedida de dar prosseguimento ao processo da OPA com base em uma exigência que, data maxima venia, a Recorrente não considera justificável nem razoável.

37. Na prática, vislumbra-se que o Ofício acaba por impedir a efetivação da OPA em função de supostas vicissitudes (a abstenção de opinião do auditor) decorrentes do próprio cenário que deu origem à obrigação de sua realização –isto é, as dificuldades financeiras da Companhia, que deram ensejo ao desenquadramento do free float, à posterior impossibilidade de reenquadramento, à necessidade de lançamento da OPA para saída do Novo Mercado e à sua recuperação judicial.

38. A Recorrente entende que esta decisão da D. SRE, fundamentada na visão de que a ausência de opinião nos relatórios do auditor sobre as DFs/17 e o 1º ITR/18 impediria a adequada utilização de tais números, deixa de considerar um elemento central e primordial: **a abstenção de opinião por parte da KPMG Auditores Independentes (“KPMG”), em ambos os relatórios, decorre, única e exclusivamente, do próprio processo de recuperação judicial da Companhia em andamento.**

39. Isto é, a KPMG não se absteve de emitir sua opinião sobre as DFs/17 e o 1º ITR/18 em virtude da identificação de quaisquer problemas ou vícios nos números e informações relacionadas a tais documentos.

40. A abstenção de conclusão por parte do auditor teve por base o fato de que o Plano de Recuperação Judicial, ora em discussão no âmbito judicial, ainda não foi aprovado pela assembleia geral de credores da Companhia. Com isso, a KPMG destacou essencialmente que não poderia assegurar, no momento de realização dos trabalhos de auditoria, que o pressuposto de continuidade operacional seria apropriado – uma vez que, naturalmente, tal pressuposto somente poderia se materializar após a aprovação do Plano de Recuperação Judicial.

41. Nesse sentido, deve-se ressaltar, ainda, que a abstenção de opinião dos auditores independentes da Companhia não decorreu de limitações significativas na extensão de seus exames, não tendo havido qualquer omissão de documentos ou procedimentos por parte da administração da Companhia.

42. Portanto, não há qualquer contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18, mas apenas incertezas acerca do desfecho do processo de recuperação judicial pelo qual a Companhia e as empresas do seu grupo econômico estejam sujeitas.

43. Nada mais natural em se tratando de um processo complexo como uma recuperação judicial, especialmente de um grupo econômico do porte da BRPharma, sendo certo que a dependência da aprovação do Plano de Recuperação Judicial, de fato, não permite afirmar, com absoluto grau de certeza, que todas as premissas constantes do plano apresentado pela Companhia serão preservadas após a conclusão das discussões com os credores – a quem compete, em ultima ratio, a aprovação do Plano de Recuperação Judicial.

44. Além disso, a Recorrente também entende que a posição externada no Ofício também denota certa incongruência com um aspecto importante do entendimento desta CVM sobre os relatórios de auditoria com opiniões modificadas.

45. Como se sabe, a cada dois anos, no cumprimento de seu mandato legal definido pela Resolução CMN n.º 3.427, de 21 de dezembro de 2006, a CVM publica seu Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (“SBR”).

46. O SBR consiste, basicamente, em um reconhecido sistema de gestão que promove a prevenção e a priorização na supervisão de mercados, produtos e entidades supervisionadas a partir de eventos de risco que a Autarquia considera potencialmente prejudiciais à eficiência e à integridade do mercado de capitais.

47. Com base neste modelo, a CVM busca fiscalizar, preventivamente, os maiores riscos ao desempenho de suas atribuições legais, racionalizando a utilização de recursos materiais e humanos.

48. Para a implementação do SBR, a Deliberação CVM n.º 757, de 24 de novembro de 2016, conforme alterada (“Deliberação CVM 757/16”) define uma estrutura lógica que traça, basicamente, (i) as ações gerais necessárias para o cumprimento dos mandatos legais da CVM; (ii) **os eventos de risco que ameacem a obtenção dos resultados esperados, classificados em termos de probabilidade de ocorrência e de potencial de dano**; (iii) as prioridades de regulação e de fiscalização a serem adotadas no biênio, para a mitigação de riscos; e (iv) as atividades que somente serão adotadas mediante apresentação de justificativa.

49. Nesse sentido, cumpre destacar que, na seção do SBR que disciplina a supervisão das companhias registradas na CVM, o Evento de Risco n.º 3 trata da “*elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente e com as disposições estatutárias das sociedades*”.

50. Para isso, são designadas ações específicas a serem adotadas no trabalho de verificação da conformidade das demonstrações financeiras das companhias às normas contábeis expedidas pela CVM e aos padrões internacionais de contabilidade.

51. Dentre tais ações, destaca-se a Ação Específica 1, segundo a qual todas as demonstrações financeiras que apresentarem relatório de auditoria com opinião modificada serão analisados por parte da Superintendência de Relações com Empresas – SEP.

52. A Ação Específica 1, contudo, traz uma importante ressalva que limita a atuação de supervisão da SEP aos relatórios de auditoria com opinião modificada que de fato são considerados um importante evento de risco.

53. Nesse sentido, nota-se que a SEP reconhece as particularidades de determinadas opiniões modificadas de auditores independentes, oriundas de situações específicas e/ou circunstanciais a que a respectiva companhia pode estar sujeita.

54. Em outras palavras, a SEP discerne opiniões modificadas decorrentes, por exemplo, de limitações ao trabalho do auditor – que, em sua visão, representam eventos de risco a serem considerados em sua supervisão, de opiniões modificadas em decorrência de situações particulares vivenciadas pela companhia – que, conforme se extrai do SBR, não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras.

55. Conforme evidenciado abaixo, tais situações particulares estão expressas na descrição da Ação Específica 1:

"Ação Específica 1

*Serão verificadas as demonstrações financeiras de companhias abertas, quando apresentarem relatórios de auditoria com opinião modificada, cuja base não decorra exclusivamente de cumprimento de normas específicas do setor regulado, de **pedido de recuperação judicial ou de continuidade operacional da Companhia**" [9].*

56. Ora, a própria CVM reconhece que pedidos de recuperação judicial ou alterações no pressuposto de continuidade operacional das

*companhias supervisionadas constituem situações particulares que naturalmente dão ensejo à publicação de relatórios de auditoria com opinião modificada.*

57. Nesse sentido, a CVM expressamente excepciona essas particularidades na definição de sua matriz de risco, manifestando a visão de que as opiniões modificadas dessa natureza, por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contêm inconsistências em seu teor.

58. Trazendo a presente análise ao caso concreto, tem-se que a ausência de opinião nos relatórios de auditoria das DFs/17 e do 1º ITR/18 da BRPharma teve por base justamente a dependência de aprovação do seu Plano de Recuperação Judicial no âmbito do processo de recuperação judicial da Companhia atualmente em curso, o que ensejou a impossibilidade de conclusão, pela KPMG, acerca da adequação do pressuposto de continuidade operacional da Companhia.

59. No entanto, como reconhecido pela própria CVM na definição de sua matriz de risco com relação a possíveis inconsistências nas demonstrações financeiras das companhias, a abstenção de opinião nos relatórios de auditoria sobre demonstrações de companhias em processos de recuperação judicial é, na prática, consequência lógica desta condição.

60. Isto é, a opinião modificada nessas circunstâncias não representa por si só indício de inconsistência nas demonstrações financeiras da companhia que induza à desconsideração de tais números para o adequado entendimento da situação econômico-financeira da respectiva companhia.

61. Dizer que a Companhia não está com seu cadastro regular perante a CVM para fins da OPA, quando a própria Autarquia reconhece que isso se trata de decorrência excepcional do trâmite da recuperação judicial ao excluir o evento de sua supervisão baseada em risco, é um paradoxo.

#### **V. EXISTÊNCIA DE INFORMAÇÕES SUFICIENTES PARA A TOMADA DE DECISÃO DOS ACIONISTAS**

62. Além disso, na visão do ilustre SRE, a abstenção de opinião por parte dos auditores independentes importaria incertezas tanto para o Avaliador na elaboração do Laudo de Avaliação, quanto pelos acionistas destinatários da OPA na sua tomada de decisão no âmbito da oferta.

63. Mas essa lógica é inconsistente com a própria regulamentação aplicável.

64. O inciso III do Anexo III da ICVM 361/02 expressamente admite que o avaliador utilize informações gerenciais, não auditadas, na elaboração do laudo de avaliação, desde que as considere consistentes:

*“As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser **fundamentadas em informações gerenciais** relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às **informações gerenciais**, o avaliador somente as aceitará e utilizará **se entender que elas são consistentes**”.*

65. Ou seja, o acionista pode decidir aceitar ou não uma OPA com base em informações não auditadas. Ele precisa tomar conhecimento dessas informações, saber que não foram apreciadas pelo auditor, mas que, na visão do avaliador, são consistentes.

66. No caso em tela, o Avaliador utilizou as informações financeiras e as considerou consistentes para elaboração do Laudo de Avaliação. Isso está claro no Laudo de Avaliação e, se esta D. Comissão assim o desejar, poderá ficar mais evidente, o que permite aos acionistas tomarem uma decisão informada e refletida sobre a aceitação ou não da OPA.

67. Além disso, afirmar que os acionistas carecem de informações para a tomada de decisão implica desconsiderar todo o conjunto informacional a disposição do acionista.

68. De fato, as demonstrações contábeis e os formulários ITR apresentam a situação financeira-patrimonial da Companhia como está hoje. Ao olhar para essa situação, o auditor não diz que os números estão errados, apenas afirma que não sabe se o pressuposto da continuidade operacional está ou não presente.

69. Mas e se a Companhia não tiver continuidade operacional? Bem, neste caso o patrimônio da Companhia seria liquidado. Seus ativos seriam vendidos de maneira ordenada, os passivos pagos e o valor remanescente, se existente, seria rateado proporcionalmente aos acionistas.

70. Ora, por exigência da B3 e dessa D. Comissão, a Recorrente providenciou um laudo de avaliação do valor do patrimônio líquido a preços de mercado – divulgado ao mercado em 8 de março de 2018, conforme Fato Relevante publicado naquela data, e desde então disponível na página da Companhia no Módulo IPE do Sistema Empresas.NET, na categoria “Dados Econômico-Financeiros”.

71. Como a própria ICVM 361/02 determina, o critério de patrimônio líquido a preços de mercado envolve, em termos simples, uma simulação do que ocorreria em caso de liquidação do patrimônio da Companhia:

“XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base **a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente** nas seguintes condições:

a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e

b) o valor dos ativos deve ser avaliado em **referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada**, ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.

XVI – O laudo discriminará os itens do ativo e do passivo calculados em condição de negociação com devedores e credores e conterà a justificativa e memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário, que poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância do item.”

72. É verdade que o patrimônio líquido a preços de mercado não deve considerar “o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo”. Porém, para fins de informação ao acionista, esse critério já é suficiente para mostrar-lhe o valor máximo que poderia esperar em caso de liquidação do patrimônio da Companhia (porque uma venda forçada implicaria, provavelmente, um valor de realização dos ativos inferior).

73. Mas, e que dizer da situação na qual o Plano de Recuperação Judicial é aprovado e a continuidade da Companhia viabilizada?

74. O Laudo de Avaliação preparado para fins da OPA avalia esse cenário e projeta o futuro da Companhia para indicar um intervalo de valor para as ações da Companhia.

75. Em outras palavras, os acionistas têm elementos informacionais que lhes permitem avaliar três cenários distintos para a Companhia: (i) a situação atual retratada nas demonstrações contábeis e nos formulários ITR; (ii) a hipótese de inviabilidade operacional retratada pelo patrimônio líquido a preços de mercado; e (iii) o cenário de sucesso do Plano de Recuperação Judicial e soerguimento da Companhia desenhado no Laudo de Avaliação.

76. Como se vê, o conjunto de informações é bastante robusto e

completo. Além disso, um terceiro independente o Avaliador considerou essas informações consistentes para avaliar a Companhia.

77. Se a Autarquia entende que as informações acima possam ser aprimoradas, então que formule exigências nesse sentido. A Requerente procurará atendê-las como fez com todas as demais.

78. Mas, suspender a OPA por uma suposta falta de informações para a tomada de decisão dos acionistas, além de ignorar todo o conjunto de elementos informacionais, também leva a uma situação completamente desproporcional e prejudicial, acima de tudo, para os acionistas minoritários destinatários da OPA.

## **VI. NÃO APLICAÇÃO DO PRECEDENTE CITADO**

79. Como destacado anteriormente, o Ofício encaminhado pela SRE aponta que a decisão de suspender o prosseguimento da OPA, até a entrega das DFs/17 e do 1º ITR/18 acompanhados de relatório de auditoria sem opinião modificada ou ressalva, estaria alinhada a precedente do Colegiado – especificamente, a decisão proferida em 26 de julho de 2016 no âmbito do Processo nº RJ2015/9687, em que se analisou a OPA para cancelamento de registro da Iguazu Celulose, Papel S.A.

80. Ocorre que, com a devida vênia, aquele precedente e o presente caso possuem características nucleares que os distanciam profundamente entre si e, por consequência, tornam aquela decisão anterior do Colegiado inaplicável para embasar o entendimento do Ofício ora questionado.

81. Nota-se, preliminarmente, que o caso precedente analisava a adoção de procedimento diferenciado para o registro da OPA envolvendo, dentre outros pleitos, a dispensa de elaboração do laudo de avaliação.

82. A posição do Colegiado naquele caso seguiu a manifestação da área técnica, que realçou o fato de que a Iguazu Celulose, Papel S.A. estava inadimplente em relação às suas obrigações periódicas. Segundo a SRE, a Iguazu Celulose, Papel S.A. tinha deixado de apresentar suas últimas demonstrações financeiras – referentes ao exercício de 2015 – e o ITR referente ao primeiro trimestre de 2016. Mais do que isso, as suas últimas informações financeiras então disponibilizadas (o ITR referente ao terceiro trimestre de 2015) continham ressalvas relevantes do auditor sobre a classificação de contratos de financiamento no passivo não circulante da companhia[10].

83. Sendo assim, o Colegiado, acompanhando a posição da SRE, concluiu que o conjunto de informações disponibilizado por aquela companhia não assegurava aos acionistas destinatários da oferta informações adequadas que lhe permitissem ter os elementos necessários a uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da oferta.

84. Justamente nesse contexto, o Colegiado naturalmente estabeleceu, dentre as condicionantes para a própria dispensa da elaboração do laudo, que a Iguazu entregasse as informações financeiras pendentes, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada.

85. O presente caso, contudo, possui circunstâncias absolutamente distintas.

86. Primeiramente, nota-se que, ao contrário do precedente em que se pleiteava a dispensa do laudo, a presente OPA conta com Laudo de Avaliação preparado por uma instituição independente, em estrita observância aos requisitos da ICVM 361/02 e às regras do Novo Mercado.

87. Sob uma perspectiva mais ampla, aliás, conforme descrito no capítulo anterior, os acionistas destinatários desta OPA possuem um conjunto robusto e completo de informações disponíveis para a sua avaliação.

88. Em segundo lugar, aquela companhia sequer tinha apresentado as suas informações financeiras mais atualizadas, estando, na visão da SRE, então inadimplente com suas obrigações periódicas. No presente caso, a BRPharma apresentou tanto as DFs/17 quanto o 1º ITR/18, não havendo pendências desta ordem junto à CVM.

*Por fim, a terceira –e possivelmente a mais importante– circunstância que distingue sensivelmente ambos os casos diz respeito aos motivos da opinião modificada nos relatórios de auditoria em ambos os casos.*

*89. No precedente citado, o relatório de auditoria sobre as últimas informações financeiras disponibilizadas apresentavam ressalvas sobre aspectos contábeis que colocavam em questão os dados constantes das demonstrações –o que poderia prejudicar a adequada tomada de decisão dos acionistas destinatários da oferta– especialmente considerando a eventual dispensa da elaboração do laudo de avaliação.*

*90. Conforme elucidado ao longo deste Recurso, a abstenção de opinião nos relatórios da KPMG não decorre de quaisquer indícios de inconsistência nas demonstrações financeiras da Companhia –que poderiam impedir o adequado entendimento sobre sua situação econômico-financeira– mas apenas do fato de a Companhia estar em recuperação judicial.*

*91. Nesse sentido, verifica-se que as ressalvas do auditor no caso da Iguazu Celulose, Papel S.A. e a abstenção de opinião da KPMG sobre os últimos números da Companhia têm motivos, fundamentos e naturezas diversas – e, por conseguinte, não deveriam ser tratadas de forma similar para fins da verificação de enquadramento daquele precedente a este caso.*

*92. Por tudo isso, entende-se que o precedente citado (a OPA da Iguazu) possui circunstâncias, condições e premissas absolutamente distintas do presente caso, razão pela qual o entendimento manifestado pelo Colegiado naquele contexto não se aplica à situação da Companhia.*

## **VII. DESPROPORCIONALIDADE DA DECISÃO**

*93. Por fim, impera ressaltar que, no entendimento da Recorrente, a exigência constante do Ofício também se afigura desproporcional na medida em que além de impedir o cumprimento de determinação regulamentar da B3, prejudica os acionistas destinatários da oferta que, atualmente, encontram-se “presos” a um investimento sem liquidez.*

*94. Assim, a Recorrente entende não ser razoável a posição desta SRE de impedir a efetivação da OPA –que, ressalte-se, tem por único objetivo cumprir determinação da B3 –até o envio das DFs/17 e do 1º ITR/18 acompanhados de relatório de auditoria sem opinião modificada, uma vez que isto somente será possível ao final do processo de aprovação do Plano de Recuperação Judicial da Companhia, o qual, atualmente, não possui qualquer perspectiva de conclusão no curto ou médio prazo.*

*95. Com efeito, visto que a ausência de opinião é recorrente em situações de ajuizamento de pedido de recuperação judicial, se for mantida a decisão desta ilustre SRE estar-se-á decretando a **completa impossibilidade de companhias nessa situação excepcional e delicada serem objeto de OPAs.***

*96. Em companhias em situação de estresse, a realização de uma OPA pode ser o único mecanismo de saída viável para acionistas não controladores que não querem se submeter aos riscos e ônus de uma recuperação judicial ou até de uma falência.*

*97. Além disso, a OPA que permita a aquisição de controle por um terceiro pode ser a mudança estrutural necessária para permitir o soerguimento da empresa e o efetivo saneamento financeiro e administrativo.*

*98. Proibir a realização de OPAs e, na via inversa, de ofertas públicas de distribuição, por força da abstenção de opinião do auditor incerto sobre a premissa de continuidade operacional adotada nas demonstrações contábeis é desarrazoado e até mesmo iníquo.*

*99. Ao invés de a CVM dar um tratamento especial para uma companhia em situação difícil, acabará por penalizá-la severamente. E os direitos dos acionistas minoritários e dos investidores serão completamente vilipendiados.*

100. Além de impedir-lhe o acesso ao mercado de capitais talvez o único canal viável para financiamento aos acionistas é negado o direito de vender suas ações por um preço adequado.

101. No caso da Companhia, esse drama fica evidente.

102. A dispersão é ínfima. A liquidez inexistente. Acionistas minoritários e investidores aqueles a quem a disciplina das OPAs busca proteger ficam presos numa armadilha de liquidez. Poucas vezes encontram interessados em comprar suas ações. E quando conseguem, suas operações depreciam ainda mais a cotação.

103. Ao se proibir a realização da OPA neste momento, condenar-se-á esse acionista, que poderia receber no âmbito da oferta um valor justo definido em laudo de avaliação por suas ações, a continuar preso na Companhia.

104. E mais. O acionista minoritário encarcerado na ausência de liquidez correrá o risco de o Plano de Recuperação Judicial não ser aprovado ou não ser suficiente para evitar a falência da Companhia.

105. Nessa hipótese, será que alguém poderia afirmar que esse acionista de uma companhia então falida e sem liquidez no mercado teve seus direitos preservados pelo órgão regulador?

106. Ou será que, sob o postulado de proteger o acionista de sua suposta ignorância, o órgão regulador o terá condenado a um prejuízo sem fim?

#### **VIII. CONCLUSÃO E PEDIDOS**

107. Por todo o acima exposto, conclui-se que, caso se mantenha a decisão desta D. SRE, esta pode gerar o perverso efeito de, na prática, impedir a realização de OPAs tendo como objeto as ações emitidas por companhias em recuperação judicial.

108. Isto porque, nos casos de companhias em situações financeiras adversas, é provável que seus respectivos relatórios de auditoria apresentem ressalvas ou opiniões modificadas, e, na lógica da decisão recorrida, a existência de ressalva ou opinião modificada, independente de sua natureza ou da causa que a justificou, não permitiria que os acionistas destinatários das ofertas tomassem decisões refletidas e independentes em relação à aceitação das mesmas.

109. Além disso, como se viu, a decisão comunicada por meio do Ofício impõe à Recorrente um obstáculo praticamente intransponível – haja vista que o auditor se absteve de apresentar opinião sobre as DFs/2017 e o 1º ITR/18 justamente em virtude da dependência da aprovação do Plano de Recuperação Judicial e não por inconsistências ou vícios nos números em si –, bem como a impossibilita de, no curto ou médio prazo, prosseguir com a efetivação da OPA, ficando, conseqüentemente, impossibilitada de cumprir determinação da B3, que, frise-se, tem por finalidade proteger os próprios acionistas minoritários.”

#### **IV. Manifestação da SEP**

"1. Trata-se de recurso protocolado na CVM em 06/08/2018 contra entendimento manifestado pela GER-1 no Ofício nº 198/2018/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício 198”), no âmbito da intenção de Stigma II LLC de promover a saída da Brasil Pharma S.A. (“Companhia” ou “BRPharma”) do segmento diferenciado de negociação da B3 S.A. denominado Novo Mercado, com a conseqüente realização de oferta pública de aquisição de ações (“OPA”) voluntária.

#### **FATOS**

2. A manifestação do Ofício 198 (enviado em 20/07/2018) em questão se deu no sentido de que:

“(i) as informações contábeis recentes da Companhia atualmente disponíveis (Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18) não permitem que os acionistas objeto de eventual OPA a ser realizada tomem uma decisão refletida e independente quanto à sua aceitação, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361; e

(ii) as informações contábeis da Companhia utilizadas na elaboração

do Laudo de Avaliação apresentado no âmbito da OPA não observa, na essência, o disposto no inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361, uma vez que a utilização **de informações sobre as quais o auditor se absteve de emitir opinião** não cumpre com o objetivo central de tal requisito normativo.”.

3. E o ofício 198 conclui comunicando que:

“a OPA somente poderá ocorrer após a Companhia encaminhar à CVM a s **Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e do 1º ITR/18, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva** que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

4. A base para essa conclusão foi a informação comunicada por meio do Memorando nº 30/2018-CVM/SEP/GEA-2 (“Memo 30”, enviado em 06/07/2018) de que o registro de Companhia Aberta da BRPharma não se encontra atualizado pelo fato das Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e do 1º ITR/18 conterem relatório de auditoria com **opinião modificada (abstenção de opinião e abstenção de conclusão, respectivamente)**.

5. Diante disso, em 08/08/2018, a GER-1 encaminhou cópia do recurso mencionado no parágrafo 1º para a GEA-2 para manifestação desta área técnica, naquilo que couber.

6. O recurso apresentado pela Companhia aborda dois aspectos em relação à manifestação da GEA-2 consignada no Memo 30.

7. O primeiro ponto se encontra nos parágrafos 38 a 42 e diz respeito ao **trabalho dos Auditores Independentes**:

"38. A Recorrente entende que esta decisão da D. SRE, fundamentada na visão de que a ausência de opinião nos relatórios do auditor sobre as DFs/17 e o 1º ITR/18 impediria a adequada utilização de tais números, deixa de considerar um elemento central e primordial: a abstenção de opinião por parte da KPMG Auditores Independentes (“KPMG”), em ambos os relatórios, decorre, única e exclusivamente, do próprio processo de recuperação judicial da Companhia em andamento.

39. Isto é, a KPMG não se absteve de emitir sua opinião sobre as DFs/17 e o 1º ITR/18 em virtude da identificação de quaisquer problemas ou vícios nos números e informações relacionadas a tais documentos.

40. A abstenção de conclusão por parte do auditor teve por base o fato de que o Plano de Recuperação Judicial, ora em discussão no âmbito judicial, ainda não foi aprovado pela assembleia geral de credores da Companhia. Com isso, a KPMG destacou essencialmente que não poderia assegurar, no momento de realização dos trabalhos de auditoria, que o pressuposto de continuidade operacional seria apropriado – uma vez que, naturalmente, tal pressuposto somente poderia se materializar após a aprovação do Plano de Recuperação Judicial.

41. Nesse sentido, deve-se ressaltar, ainda, que a abstenção de opinião dos auditores independentes da Companhia não decorreu de limitações significativas na extensão de seus exames, não tendo havido qualquer omissão de documentos ou procedimentos por parte da administração da Companhia.

42. Portanto, **não há qualquer contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18**, mas apenas incertezas acerca do desfecho do processo de recuperação judicial pelo qual a Companhia e as empresas do seu grupo econômico estejam sujeitas." (grifo nosso)

8. O segundo ponto se encontra nos parágrafos 44 a 61 e diz respeito à **interpretação dos critérios para a Ação Específica 1 do Evento de Risco 3 do SBR da SEP**, dos quais destacam-se os seguintes principais termos:

"(...)



48. Para a implementação do SBR, a Deliberação CVM n.º 757, de 24 de novembro de 2016, conforme alterada (“Deliberação CVM 757/16”) define uma estrutura lógica que traça, basicamente, (i) as ações gerais necessárias para o cumprimento dos mandatos legais da CVM; (ii) **os eventos de risco que ameacem a obtenção dos resultados esperados, classificados em termos de probabilidade de ocorrência e de potencial de dano**; (iii) as prioridades de regulação e de fiscalização a serem adotadas no biênio, para a mitigação de riscos; e (iv) as atividades que somente serão adotadas mediante apresentação de justificativa.

49. Nesse sentido, cumpre destacar que, na seção do SBR que disciplina a supervisão das companhias registradas na CVM, o Evento de Risco n.º 3 trata da *“elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente e com as disposições estatutárias das sociedades”*.

50. Para isso, são designadas ações específicas a serem adotadas no trabalho de verificação da conformidade das demonstrações financeiras das companhias as normas contábeis expedidas pela CVM e aos padrões internacionais de contabilidade.

51. Dentre tais ações, destaca-se a Ação Específica 1, segundo a qual todas as demonstrações financeiras que apresentarem relatório de auditoria com opinião modificada serão analisadas por parte da Superintendência de Relações com Empresas – SEP.

52. A Ação Específica 1, contudo, traz uma importante ressalva que limita a atuação de supervisão da SEP aos relatórios de auditoria com opinião modificada que **de fato são considerados um importante evento de risco** (grifo nosso).

53. Nesse sentido, nota-se que a SEP reconhece as particularidades de determinadas opiniões modificadas de auditores independentes, oriundas de situações específicas e/ou circunstanciais a que a respectiva companhia pode estar sujeita.

54. Em outras palavras, a SEP discerne opiniões modificadas decorrentes, por exemplo, de limitações ao trabalho do auditor – que, em sua visão, representam eventos de risco a serem considerados em sua supervisão, de opiniões modificadas em decorrência de situações particulares vivenciadas pela companhia – que, conforme se extrai do SBR, **não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras** (grifo nosso).

55. Conforme evidenciado abaixo, tais situações particulares estão expressas na descrição da Ação Específica 1:

#### **“Ação Específica 1**

Serão verificadas as demonstrações financeiras de companhias abertas, quando apresentarem relatórios de auditoria com opinião modificada, **cuja base não decorra exclusivamente de cumprimento de normas específicas do setor regulado, de pedido de recuperação judicial ou de continuidade operacional da Companhia”**.

56. Ora, a própria CVM reconhece que pedidos de recuperação judicial ou alterações no pressuposto de continuidade operacional das companhias supervisionadas constituem situações particulares que naturalmente dão ensejo a publicação de relatórios de auditoria com opinião modificada.

57. Nesse sentido, a CVM expressamente excepciona essas particularidades na definição de sua matriz de risco, **manifestando a visão de que as opiniões modificadas dessa natureza, por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contem inconsistências em seu teor** (grifo nosso).

(...)”

9. Inicialmente, cumpre-nos esclarecer que a declaração sobre a atualização do registro de Companhia Aberta está vinculada ao preenchimento dos mesmos requisitos exigidos de um emissor que esteja pleiteando o registro inicial de Companhia Aberta.

10. Nesse sentido, para um emissor nacional, além do arquivamento das informações indicadas nos incisos de I a XVIII do artigo 1º do Anexo 3 da Instrução 480/09, requer-se que os relatórios de auditoria das demonstrações financeiras não que contenham opinião modificada, conforme determina o parágrafo único do mesmo artigo.

11. Dessa forma, a manifestação da GEA-2 comunicada por meio do Memo 30 se deu no sentido de que o registro de Companhia Aberta da BRPharma não se encontrava atualizado, uma vez que as Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e o Formulário do 1º ITR/18 continham relatório de auditoria com **opinião modificada (abstenção de opinião e abstenção de conclusão, respectivamente)**.

12. No recurso apresentado, o recorrente alegou que “*não há qualquer contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18*”. Como essa declaração, a nosso ver, não se encontrava respaldada no que é preconizado pelos normativos que tratam da emissão de relatórios de auditoria, em especial a NBC TA 700 e NBC TA 705, foi efetuada consulta à área técnica especialista no assunto (SNC/GMA) por meio do Memorando nº 32/2018-CVM/SEP/GEA-2, em 10/08/2018.

13. Na mencionada consulta, foi questionado “se pode ser assegurado, a partir da leitura do Relatório dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras individuais e consolidadas de 31 de dezembro de 2017 e do Relatório dos auditores independentes sobre a revisão de Informações Trimestrais - ITR de 31/03/2018 da BRPharma, **que as demonstrações contábeis foram auditadas** e o Auditor Independente não teria qualquer “*contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18*”.”

14. A resposta daquela área técnica comunicada à GEA-2 no Memorando nº 6/2018-CVM/SNC/GNA de 10/08/2018 [documento 0581542] destacou os itens 9, A1 e 19 da NBC TA 705 e o item 16 da NBC TA 570 concluindo que:

“da leitura dos normativos profissionais acima transcritos em conjunto com as informações constantes do relatório de auditoria das demonstrações contábeis de 31.12.2017 e do relatório de revisão limitada da 1ª ITR/18, **entendo que não é possível afirmar**, com as informações disponíveis, que o “*Auditor Independente não teria qualquer “contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18*”, como alegado pela recorrente.”

15. Além disso, o mesmo memorando apontou que “*considerando que o tema envolve a interpretação do posicionamento do auditor, entendo que devemos estender a análise para verificação da adequação do procedimento adotado pelo auditor e seu julgamento quanto à gradação dos eventos, principalmente, ao obter sua manifestação sobre os fatos aqui discutidos e a manifestação da recorrente em relação à sua posição quanto às demonstrações da companhia. Assim, esta GNA irá proceder à solicitação de esclarecimentos à KPMG, para obtenção de subsídios adicionais à análise dessa GEA-2, e averiguações quanto ao desempenho da atividade de auditoria independente.*”, pelo que a GNA enviou o Ofício/CVM/SNC/GNA Nº 327/18 à KPMG [documento 0581545].

16. Em 20/08/2018, foi encaminhada à GEA-2 a resposta ao Ofício supramencionado [documento 0581549], na qual os auditores esclarecerem que:

“Ainda que as referidas demonstrações financeiras e informações contábeis intermediárias individuais e consolidadas (“Demonstrações Contábeis”) tenham sido elaboradas pela Brasil Pharma S/A e suas controladas (“Companhia”) no pressuposto da continuidade operacional, devido ao fato de existirem incertezas significativas quanto ao desfecho do pedido de recuperação judicial da Companhia, **não nos foi possível concluir a respeito da propriedade do uso do pressuposto de continuidade operacional.**

Entendemos que o desfecho de tal assunto poderá afetar as

Demonstrações Contábeis de forma relevante e generalizada e, por consequência, nos abstivemos de emitir opinião de auditoria e conclusão sobre elas, respectivamente. **Muito embora não tenhamos identificado outros assuntos que possam ter causado distorção material às referidas Demonstrações Contábeis, as incertezas quanto ao desfecho futuro do processo de recuperação judicial afetaram a capacidade da Companhia de efetuar uma avaliação quanto a realização de determinados ativos significativos da Companhia, inviabilizando assim a nossa capacidade de concluir quanto à adequada apresentação desses ativos, no conjunto das Demonstrações Contábeis como um todo.**

Adicionalmente, enquanto o equacionamento dos passivos afetados não for definido, em função do estágio em que se encontra o pedido de recuperação judicial, **entendemos que o valor preditivo das referidas Demonstrações Contábeis, nessas circunstâncias específicas, fica muito prejudicado, de forma que essas Demonstrações Contábeis têm valor reduzido para os seus usuários**, ainda que os possíveis efeitos decorrentes do desfecho sobre o processo de recuperação judicial sejam apenas sujeitos a divulgação, sendo reconhecíveis em períodos subsequentes." (grifos nossos).

17. Em que pese a declaração da KPMG de não ter identificado outros assuntos "*que possam ter causado distorção material às referidas Demonstrações Contábeis*", os auditores entendem que as incertezas quanto ao desfecho do processo de recuperação judicial da BRPharma inviabilizam a capacidade dos auditores de concluir quanto à **adequada apresentação** de ativos significativos da Companhia, no conjunto das Demonstrações Contábeis como um todo.

18. Nesse sentido, a KPMG manifesta entendimento de que "*o valor preditivo das referidas Demonstrações Contábeis, nessas circunstâncias específicas, fica muito prejudicado, de forma que essas Demonstrações Contábeis têm valor reduzido para os seus usuários*".

19. Dessa forma, com base nos normativos que tratam da emissão de relatórios de auditoria, no posicionamento da GNA, por intermédio do Memorando nº 6/2018-CVM/SNC/GNA de 10/08/2018, e nos esclarecimentos do auditor independente que emitiu os relatórios de auditoria e de revisão limitada sobre as demonstrações contábeis de 31/12/2017 e sobre as informações trimestrais de 31/03/2018, podemos concluir que não prospera a alegação do recorrente de que não há qualquer contestação sobre a adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1ºITR/18.

20. Em adição, cabe deixar consignado que na *Declaração dos Diretores sobre o Parecer dos Auditores Independentes* das Demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2017, os Diretores da Brasil Pharma S.A declaram que:

i) reviram, discutiram e concordaram com as opiniões expressas no relatório de revisão dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2017; e

ii) reviram, discutiram e concordaram com as demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2017.

E, no mesmo sentido, constou no Formulário ITR de 31/03/2018 a declaração dos Diretores da Brasil Pharma S.A de que:

(i) reviram, discutiram e concordaram com as opiniões expressas no relatório de revisão dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras do período de três meses findo em 31 de março 2018; e

ii) reviram, discutiram e concordaram com as demonstrações financeiras do período de três meses findo em 31 de março 2018.

21. Assim, também não poderia ser alegada pela administração da BRPharma desconhecimento ou discordância a respeito da conclusão dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras.

22. Em relação à **interpretação dos critérios para a Ação Específica 1 do Evento de Risco 3 do SBR da SEP**, esclarecemos que, conforme define a Deliberação 757/16, o

SBR (Sistema De Supervisão Baseada Em Risco) está inserido no SGR (Sistema Integrado de Gestão de Riscos) que tem como objetivo assegurar **o cumprimento dos mandatos legais da Autarquia fixados na Lei nº 6.385/76**, por meio de processos que visem a identificar, analisar, avaliar e tratar **os riscos definidos e classificados nos termos desta Deliberação**.

23. O artigo 18 da mesma deliberação, estabelece que o SBR tem por objetivos:

- I – identificar os riscos a que está exposto o mercado supervisionado;
- II – dimensionar tais riscos, classificando-os inclusive segundo níveis de dano potencial e probabilidade de ocorrência;
- III – estabelecer formas de mitigar os riscos identificados e dimensionados; e
- IV – controlar e monitorar a ocorrência dos eventos de risco.

24. Quando a Companhia afirma que "(...) a SEP *discerne opiniões modificadas decorrentes, por exemplo, de limitações ao trabalho do auditor – que, em sua visão, representam eventos de risco a serem considerados em sua supervisão, de opiniões modificadas em decorrência de situações particulares vivenciadas pela companhia – que, conforme se extrai do SBR, não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras.*", ela infere que a SEP não vê inconsistências ou irregularidades nas DFs de Cias em Recuperação Judicial porque elas foram excluídas do plano.

25. E vai além, apontando que "*as opiniões modificadas dessa natureza [decorrentes de pedido de recuperação judicial], por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contêm inconsistências em seu teor.*"

26. Recorrendo à interpretação autêntica, haja vista que o plano proposto por esta Superintendência foi aprovado na íntegra pelo Colegiado, assegura-se que tais afirmações não são verdadeiras.

27. Inicialmente, ressaltamos que os eventos são priorizados e, especificamente no atual biênio, as opiniões modificadas decorrentes de recuperação judicial foram excluídas somente da Ação Específica 1.

28. Esclarece-se que o motivo para essas Companhias serem excluídas de tal ação é o **propósito** do SBR e a consequente **escolha e priorização** de ações que farão parte do plano.

29. Tendo em vista o **escopo** do evento de risco nº 3 do plano de supervisão de companhias abertas, foram priorizadas ações de supervisão relativas à análise de demonstrações financeiras acompanhadas de relatório de auditoria com opinião modificada, excluindo do rol de análises realizadas, entre outros critérios, as companhias em recuperação judicial (ação específica 1).

30. Em suma, a limitação de escopo não tem qualquer condão de apontar que a SEP considera que as demonstrações financeiras objeto de relatórios de auditoria com opiniões modificadas decorrentes de recuperação judicial não contêm inconsistências em seu teor.

31. Ou seja, a alegação contida no parágrafo 54 do Recurso de que "a SEP *discerne opiniões modificadas (...) que, conforme se extrai do SBR, não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras*" **não procede**.

32. Assim como **não procede** a inferência feita pelo recorrente de que na visão da CVM "as opiniões modificadas dessa natureza, por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contêm inconsistências em seu teor" contida no parágrafo 57 do Recurso.

33. Assim sendo, a declaração contida no parágrafo 52 do recurso **não procede**, pois a limitação de atuação de supervisão da SEP aos relatórios de auditoria com opinião modificada **não indica** quais DFs de fato são considerados um importante evento de risco.

34. Por último, lembramos que as demonstrações financeiras de companhias em recuperação judicial podem ser analisadas pela CVM em outras ações específicas do SBR, além de poderem ser analisadas em situações que não estão sob a

abrangência do SBR, mas que estão inseridas na competência estabelecida para CVM na lei nº 6.385/76, como, por exemplo, nos casos de registro de companhia aberta, de registro de ofertas de valores mobiliários ou de reclamações.

## **CONCLUSÃO**

35. A nosso ver, entendemos que **não** prosperam os argumentos do recorrente em relação às questões de competência da SEP.

36. Por fim, sugerimos envio de memorando à SRE/GER-1 encaminhando cópia da presente análise."

## **V. Nossas Considerações**

37. Preliminarmente, cabe mencionar o art. 4º da Instrução CVM 361, que trata dos princípios a serem observados no âmbito de uma OPA, dentre os quais destacam-se aqueles previstos pelos incisos II e VI do referido artigo, nos seguintes termos:

*"Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:*

*(...)*

*II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, **permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto** e ao ofertante, e **dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;***

*(...)*

*VI – **sempre que se tratar de OPA formulada** pela própria companhia, **pelo acionista controlador** ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, **a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto**, exceto no caso de OPA por alienação de controle, ressalvado o disposto no art. 29, § 6º, II;" (grifos nossos)*

38. Como se vê, no caso de ofertas formuladas pelo acionista controlador, como acontece no presente caso, deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

39. Cabe mencionar que o referido documento é necessário no presente caso não só para atender ao inciso VI do art. 4º da Instrução CVM 361, mas também por conta do previsto no Regulamento do Novo Mercado, que exige a elaboração de laudo de avaliação em ofertas realizadas para fins de saída daquele segmento de negociação.

40. No que tange aos requisitos que devem ser observados na elaboração do mencionado laudo de avaliação, cabe destacar, para fins de análise do presente caso, a previsão constante do item III do Anexo III da Instrução CVM 361, nos seguintes termos:

*"III – **As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais** relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, **e ainda em informações disponíveis ao público em geral**. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes." (grifo nosso)*

41. Ainda no que se refere às informações contábeis de companhia objeto de OPA, cabe mencionar a previsão constante do item I, h), 2 do Anexo II da Instrução CVM 361, que trata dos requisitos a serem observados na elaboração do Instrumento de OPA, nos seguintes termos:

*"I – **O Instrumento da OPA conterá:***

*(...)*

*h) **informações sobre a companhia objeto, inclusive:***

*(...)*

*2. **quadro demonstrativo dos indicadores econômico-financeiros da companhia objeto, relativos aos dois últimos exercícios e ao trimestre anterior disponibilizado à CVM, elaborado em consonância com as informações periódicas enviadas à CVM;**" (grifos nossos)*

42. Do acima exposto, percebe-se que a Instrução CVM 361 não só estabelece, dentre os princípios a serem observados na realização de uma OPA, o acesso pelos acionistas de “adequada informação quanto à companhia objeto” e a necessidade de “dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”, como também define o conjunto mínimo de requisitos a serem observados nesse sentido, como a elaboração de laudo de avaliação com base em demonstrações financeiras auditadas e a inserção, no instrumento de OPA, de quadro demonstrativo dos indicadores econômico-financeiros da companhia objeto elaborado em consonância com as informações periódicas enviadas à CVM, que, como prevê a regulamentação, devem ser auditadas.

43. Cabe ressaltar que o Colegiado da CVM já se manifestou sobre a importância da disponibilização e qualidade das informações periódicas de companhia objeto de OPA, conforme ocorreu no âmbito da OPA para cancelamento de registro de Iguazu Celulose, Papel S.A. (Processo CVM nº RJ-2015-9687 – reunião datada de 26/07/2016), cuja ata transcrevemos abaixo:

**“OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO COM ADOÇÃO DE PROCEDIMENTO DIFERENCIADO – IGUAZU CELULOSE, PAPEL S.A. - PROC. RJ2015/9687**

Reg. nº 0318/16

Relator: SRE/GER-1

*Trata-se de pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento do registro (“OPA” ou “Oferta”) de Iguazu Celulose, Papel S.A. (“Companhia”), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do art. 34 da Instrução CVM 361/2002 (“Instrução 361”), formulado por sua controladora, Imaribo S.A. Indústria e Comércio (“Ofertante”).*

*O procedimento diferenciado consiste nas seguintes dispensas: (i) realização de leilão em bolsa de valores (inciso VII do art. 4º e art. 12 da Instrução 361); (ii) **elaboração de laudo de avaliação da Companhia (inciso VI do art. 4º e art. 8º da Instrução 361)**; (iii) contratação de instituição intermediária (inciso IV do art. 4º e art. 7º da Instrução 361); e (iv) publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornal de grande circulação (art. 11 da Instrução 361).*

*Segundo informações da Ofertante, a OPA possui as seguintes características:*

*(i) é destinada a cinco acionistas, titulares de 32.536 ações ordinárias de emissão da Companhia, representativas de 0,014% do seu capital social;*

***(ii) o preço ofertado é de R\$ 1,62 por ação ordinária, calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil apurado por meio das Demonstrações Financeiras da Companhia de 31.03.2015, e o valor máximo da OPA, caso todas as ações em circulação sejam adquiridas, será de R\$ 52.708,32;***

*(iii) três acionistas titulares de 77,4% das ações em circulação manifestaram-se favoravelmente ao preço da Oferta e o Edital da OPA irá prever a possibilidade de requerimento de convocação de assembleia especial, nos termos do art. 4º-A da Lei nº 6.404/1976;*

*(iv) a Ofertante depositará previamente em conta corrente na Caixa Econômica Federal (“Caixa”) o valor máximo da OPA, ajustado pelo CDI até a data do efetivo pagamento;*

*(v) a Caixa se comprometeu a encaminhar à CVM o resultado da OPA em até quatro dias úteis após a sua liquidação financeira; e*

*(vi) a OPA será divulgada por meio de Fato Relevante, seu Edital será disponibilizado no site da Companhia e da CVM e a Ofertante enviará carta aos acionistas destinatários contendo o Edital e formulário específico a ser utilizado para manifestação no âmbito da Oferta.*

*A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE esclareceu, preliminarmente, que a presente OPA enquadra-se nos incisos I e II do § 1º do art. 34 da Instrução 361, tendo em vista a concentração extraordinária das ações objeto da Oferta, o seu valor total e o impacto*

reduzido para o mercado.

**Assim, e considerando que o registro da Companhia encontra-se desatualizado, a SRE manifestou-se favoravelmente ao pedido da Ofertante, observadas determinadas condições, nos seguintes termos:**

(i) dispensa de realização de leilão em bolsa de valores, desde que haja o compromisso de encaminhamento à CVM, após o encerramento da Oferta, dos Formulários de Manifestação preenchidos, de modo a documentar o atingimento ou não do quórum exigido;

**(ii) dispensa de elaboração de laudo de avaliação, desde que (a) a Companhia esteja adimplente com suas obrigações em relação à entrega de informações periódicas à CVM; (b) as referidas informações não possuam ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA; e (c) observado o valor mínimo de R\$ 1,62 por ação, o preço da Oferta seja apurado com base nas informações financeiras mais atualizadas da Companhia;**

(iii) dispensa de contratação de instituição intermediária, desde que seja encaminhada à CVM documentação que comprove que a conta aberta junto à Caixa para garantir a liquidação financeira da OPA é vinculada e que o valor máximo da Oferta fora nela depositado; e

(iv) dispensa de publicação de instrumento de OPA, sob forma de edital, em jornal de grande circulação.

O Colegiado, por unanimidade, deliberou o deferimento do pedido da Ofertante, acompanhando o entendimento da área técnica consubstanciado no Memorando nº 75/2016-CVM/SRE/GER-1 em relação à dispensa de realização de leilão em bolsa, contratação de instituição intermediária e publicação de instrumento de OPA.

**Quanto à dispensa de elaboração de laudo de avaliação, no que tange à entrega de informações periódicas, o Colegiado entendeu que a Companhia deve encaminhar à CVM (a) Demonstrações Financeiras de 31.12.2015 acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada; (b) Formulário ITR de 31.03.2016 acompanhado de relatório de revisão especial sem opinião modificada; e (c) Ata da Assembleia Geral Ordinária de 2016.**

**Ademais, o Colegiado entendeu não ser necessária nova apuração do preço da Oferta conforme sugerido pela SRE, ressaltando, todavia, que eventual revisão de preço deverá observar o valor mínimo de R\$ 1,62 previamente consentido por acionistas titulares de 77,4% das ações em circulação.**

Por fim, o Colegiado ressaltou que a não exigência de envio de certos documentos periódicos atualizados, no caso concreto, especificamente para a concessão da dispensa de elaboração de laudo de avaliação, não exime a Companhia de sua obrigação em manter o cadastro atualizado junto à Autarquia.” (grifos nossos).

44. No precedente supra, o preço da OPA (R\$ 1,62/ação) foi calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil apurado por meio das Demonstrações Financeiras da companhia objeto relativas a 31/03/2015, tendo havido concordância prévia com esse preço por parte de acionistas titulares de 77,4% das ações em circulação, fato que embasou o pedido de dispensa de elaboração de laudo de avaliação naquele caso.

45. A despeito disso, o Colegiado da CVM entendeu ser necessário, para a realização da OPA, que as Demonstrações Financeiras de 31/12/2015 e o Formulário ITR de 31/03/2016 fossem entregues à CVM acompanhados de relatório de auditoria (ou relatório de revisão especial) sem opinião modificada, ainda que tenha reconhecido que o valor do patrimônio líquido contábil proveniente dessas informações não teriam o condão de modificar o preço da oferta.

46. Nesse sentido, verifica-se que a importância da qualidade das informações periódicas encaminhadas à CVM, especialmente quando há uma OPA a ser realizada, não se limita à definição do preço dessa OPA, mas vai além, compondo o arcabouço informacional mínimo necessário para que seus acionistas objeto sejam dotados dos elementos necessários a uma tomada de decisão refletida e independente quanto à sua aceitação.

47. A fim de garantir que tal arcabouço informacional relativo à companhia objeto de OPA esteja disponível e atualizado na véspera da realização da oferta é que esta área técnica definiu, juntamente com a SEP, procedimento que vem sendo observado há anos, o qual envolve o envio de Memorando da SRE à SEP quando do recebimento do pedido de registro da OPA, ou quando da primeira informação divulgada sobre a operação, nos casos de ofertas não registradas na CVM, questionando aquela área a respeito da atualização do registro da companhia objeto na CVM.

48. Adicionalmente, por conta de algumas OPA levarem algum tempo entre a divulgação de sua realização e o seu efetivo lançamento, com a publicação de seu Edital, esta área técnica pode reiterar junto à SEP o questionamento sobre a atualização do registro da companhia objeto quando percebe que a oferta está próxima de ser efetivamente realizada, momento em que, em alguns casos, novas informações periódicas podem ter sido divulgadas pela companhia, resultando, eventualmente, em modificação na opinião anteriormente emitida pela SEP a respeito da atualização do registro da companhia junto à CVM.

49. Cabe mencionar ainda que, caso haja opinião modificada do auditor independente com relação às informações periódicas encaminhadas pela companhia, a SRE e a SEP interagem sobre o eventual impacto que a questão que ensejou tal opinião teria na tomada de decisão refletida e independente do acionista objeto da OPA, de modo que a SRE apenas se posiciona contrariamente à realização da oferta quando entende, com o subsídio da SEP, que o arcabouço informacional disponível encontra-se inadequado nesse sentido.

50. De volta ao caso concreto, conforme já descrito no parágrafo 31 acima, em 06/07/2018, recebemos o Memorando nº 30/2018-CVM/SEP/GEA-2 da SEP, em resposta ao questionamento que fizemos a respeito da atualização do registro da Companhia, informado que:

*“a) O Relatório do Auditor Independente datado de 29/03/2018 sobre as Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas do exercício encerrado em 31/12/2017 (entregue em 02/04/2018) **apresentou abstenção de opinião**. A base para a abstenção foi o fato da Companhia e suas controladas estarem em processo de elaboração do Plano de Recuperação Judicial e que a continuidade operacional dependerá da aprovação do referido plano em Assembleia Geral de Credores, não sendo possível determinar, no estágio atual, qual será o desfecho desse assunto, seus impactos nas demonstrações financeiras, bem como concluir se o pressuposto de continuidade operacional era apropriado.*

*b) O Relatório de Revisão Especial de Informações Trimestrais Individuais e Consolidadas do trimestre encerrado em 31/03/2018 (entregue em 19/06/2018) **apresenta abstenção de conclusão**. A base para a abstenção de conclusão é a dependência da aprovação do Plano de Recuperação Judicial em Assembleia Geral de Credores, a qual não foi realizada até a data do relatório (18 de junho de 2018)*

*(...)*

*pela razão das Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18 conterem relatório de auditoria com opinião modificada, **o registro não se encontra atualizado.**”*

51. Com base na posição da SEP supra, comunicamos o entendimento ora recorrido, nos seguintes termos:

*“3. Com base no acima exposto, entendemos que:*

*(i) as informações contábeis recentes da Companhia atualmente disponíveis (Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18) não permitem que os acionistas objeto de eventual OPA a ser realizada tomem uma decisão refletida e independente quanto à sua aceitação, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361; e*

*(ii) as informações contábeis da Companhia utilizadas na elaboração do Laudo de Avaliação apresentado no âmbito da OPA não observa, na essência, o disposto no inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361, uma vez que a utilização de informações sobre as quais o auditor se absteve de emitir opinião não cumpre com o objetivo central de tal requisito normativo.*

*4. Dessa forma, comunicamos que a OPA somente poderá ocorrer após a*



*Companhia encaminhar à CVM as Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e do 1º ITR/18, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, em linha com a decisão do Colegiado da CVM datada de 26/07/2016, no âmbito da OPA para cancelamento de registro de Iguazu Celulose, Papel S.A. (Processo CVM nº RJ-2015-9687), devendo o Laudo de Avaliação ser atualizado, se necessário, para refletir as informações supra.”*

52. Dito isso, analisaremos agora as alegações trazidas pelo Recorrente, iniciando pela seção constante do Recurso denominada “Ausência de risco regulatório na ausência de opinião dos auditores independentes no caso”, cujos principais argumentos elencamos abaixo:

(i) *“a abstenção de opinião por parte da KPMG Auditores Independentes (“KPMG”), em ambos os relatórios, decorre, única e exclusivamente, do próprio processo de recuperação judicial da Companhia em andamento”;*

(ii) *“isto é, a KPMG não se absteve de emitir sua opinião sobre as DFs/17 e o 1º ITR/18 em virtude da identificação de quaisquer problemas ou vícios nos números e informações relacionadas a tais documentos”;*

(iii) *“a abstenção de opinião dos auditores independentes da Companhia não decorreu de limitações significativas na extensão de seus exames, não tendo havido qualquer omissão de documentos ou procedimentos por parte da administração da Companhia”;*

(iv) *“não há qualquer contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18, mas apenas incertezas acerca do desfecho do processo de recuperação judicial pelo qual a Companhia e as empresas do seu grupo econômico estejam sujeitas”;*

(v) *No âmbito de seu SBR, “a SEP discerne opiniões modificadas decorrentes, por exemplo, de limitações ao trabalho do auditor – que, em sua visão, representam eventos de risco a serem considerados em sua supervisão, de opiniões modificadas em decorrência de situações particulares vivenciadas pela companhia – que, conforme se extrai do SBR, não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras”;*

(vi) *“tais situações particulares estão expressas na descrição da Ação Específica 1: (...) ‘Serão verificadas as demonstrações financeiras de companhias abertas, quando apresentarem relatórios de auditoria com opinião modificada, cuja base não decorra exclusivamente de cumprimento de normas específicas do setor regulado, de pedido de recuperação judicial ou de continuidade operacional da Companhia”;*

(vii) *“a CVM expressamente excepciona essas particularidades na definição de sua matriz de risco, manifestando a visão de que as opiniões modificadas dessa natureza, por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contêm inconsistências em seu teor”;*

(viii) *“a opinião modificada nessas circunstâncias não representa por si só indício de inconsistência nas demonstrações financeiras da companhia que induza à desconsideração de tais números para o adequado entendimento da situação econômico-financeira da respectiva companhia”;* e

(viv) *“dizer que a Companhia não está com seu cadastro regular perante a CVM para fins da OPA, quando a própria Autarquia reconhece que isso se trata de decorrência excepcional do trâmite da recuperação judicial ao excluir o evento de sua supervisão baseada em risco, é um paradoxo”.*

53. Sobre esse tema, cabe primeiramente verificar o que consta dos Relatórios do Auditor Independente relativos às Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 (“DF’s de 31/12/2017”) e ao ITR de 31/03/2018 da Companhia:

#### **Demonstrações Financeiras de 31/12/2017**

##### **“Abstenção de opinião**

Fomos contratados para examinar as demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Brasil Pharma S.A. – Em recuperação judicial (Companhia), identificadas como controladora e consolidado, respectivamente, que compreendem o balanço patrimonial em 31 de dezembro de 2017 e as respectivas demonstrações do resultado, do resultado abrangente, das mutações do patrimônio líquido e dos fluxos de caixa para o exercício findo nessa data, bem como as correspondentes notas explicativas, compreendendo as políticas contábeis significativas e outras informações elucidativas.

Não expressamos uma opinião sobre as demonstrações financeiras individuais e consolidadas acima referidas pois, devido à relevância do assunto descrito na seção a seguir intitulada “Base para abstenção de opinião”, **não nos foi possível obter evidência de auditoria apropriada e suficiente para fundamentar nossa opinião de auditoria sobre essas demonstrações financeiras individuais e consolidadas.**

#### Base para abstenção de opinião

Conforme nota explicativa nº 1 às demonstrações financeiras, em 9 de janeiro de 2018, a Companhia e suas controladas diretas e indiretas, Rede Nordeste de Farmácias S.A., Drogarias Farmais S.A., Farmais Produtos S.A., Distribuidora Big Benn S.A., Sant’ana S.A. Drogaria Farmácias, Drogaria Amarílis S.A. e Nex Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A. ingressaram no processo de recuperação judicial.

Considerando que Companhia e suas controladas estão ainda em processo de elaboração do Plano de Recuperação Judicial (“Plano”) e que a continuidade operacional dependerá da aprovação do referido plano em Assembleia Geral de Credores (“AGC”), **não é possível determinar, no estágio atual, qual será o desfecho desse assunto, seus impactos nas demonstrações financeiras, bem como concluirmos se o pressuposto de continuidade operacional, base para a elaboração das demonstrações financeiras, é apropriado.**

(...)

#### Responsabilidades dos auditores pela auditoria das demonstrações financeiras individuais e consolidadas

Nossa responsabilidade é a de conduzir uma auditoria das demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Companhia de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e com normas internacionais de relatório financeiro (IFRS), emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB) e emitir um relatório de auditoria. **Contudo, devido ao assunto descrito na seção intitulada “Base para abstenção de opinião”, não nos foi possível obter evidência de auditoria apropriada e suficiente para fundamentar nossa opinião de auditoria sobre essas demonstrações financeiras individuais e consolidadas.** (grifos nossos)

#### **ITR de 31/03/2018**

##### “Abstenção de conclusão

Fomos contratados para revisar as informações contábeis intermediárias, individuais e consolidadas, da Brasil Pharma S.A., contidas no Formulário de Informações Trimestrais - ITR referente ao trimestre findo em 31 de março de 2018, que compreendem o balanço patrimonial em 31 de março de 2018 e as respectivas demonstrações do resultado e do resultado abrangente, das mutações do patrimônio líquido e dos fluxos de caixa para o período de três meses findos naquela data, incluindo as notas explicativas.

A Administração da Companhia é responsável pela elaboração dessas informações contábeis intermediárias de acordo com o CPC 21(R1) e a IAS 34 - Interim Financial Reporting, emitida pelo International Accounting Standards Board - IASB, assim como pela apresentação dessas informações de forma condizente com as normas expedidas pela

Comissão de Valores Mobiliários, aplicáveis à elaboração das Informações Trimestrais - ITR. Nossa responsabilidade é a de expressar uma conclusão sobre essas informações contábeis intermediárias com base em nossa revisão. **Em decorrência da relevância do assunto descrito na seção a seguir intitulada “Base para abstenção de conclusão”, não nos foi possível obter evidência e suficiente para fundamentar nossa conclusão sobre as informações contábeis intermediárias individuais e consolidadas.**

Base para abstenção de conclusão

Conforme nota explicativa nº 1 às informações contábeis intermediárias, em 9 de janeiro de 2018, a Companhia e suas controladas diretas e indiretas, Rede Nordeste de Farmácias S.A., Drogarias Farmais S.A., Farmais Produtos S.A., Distribuidora Big Benn S.A., Sant'ana S.A. Drogaria Farmácias, Drogaria Amarilis S.A. e Nex Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A. ingressaram no processo de recuperação judicial. Considerando que a Companhia e suas controladas apresentaram o Plano de Recuperação Judicial (“Plano”) no dia 09 de abril de 2018 e que a continuidade operacional dependerá da aprovação do referido plano em Assembleia Geral de Credores (“AGC”), a qual não foi realizada até a data deste relatório, **não é possível determinar, no estágio atual, qual será o desfecho desse assunto, seus impactos nas informações contábeis intermediárias, individuais e consolidadas, bem como concluímos se o pressuposto de continuidade operacional, base para a elaboração das informações contábeis intermediárias, individuais e consolidadas, é apropriado.**

Abstenção de conclusão sobre as informações intermediárias

**Devido a relevância do assunto descrito na seção intitulada “Base para abstenção de conclusão”, não nos foi possível obter evidências apropriadas e suficientes para fundamentar nossa conclusão sobre as informações contábeis intermediárias, individuais e consolidadas, incluídas nas informações trimestrais acima referidas. Consequentemente, não expressamos conclusão sobre essas informações contábeis intermediárias, individuais e consolidadas.”**  
(grifos nossos)

54. Com base nos referidos Relatórios de Auditoria, o Recorrente alega essencialmente que a opinião modificada emitida pela KPMG Auditores Independentes (“Auditor Independente”) não implica dizer que as informações da Companhia constantes das DF’s de 31/12/2017 e do ITR de 31/03/2018 apresentam “quaisquer problemas ou vícios”, ou que houve “qualquer contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis”, de modo que a abstenção de opinião do Auditor Independente “não decorreu de limitações significativas na extensão de seus exames”, mas exclusivamente em função das “incertezas acerca do desfecho do processo de recuperação judicial pelo qual a Companhia e as empresas do seu grupo econômico estejam sujeitas”.

55. Sobre esse tema, a SEP, após ser provocada por esta área técnica, manifestou-se nos seguintes termos do Relatório nº 122/2018-CVM/SEP/GEA-2:

“12. No recurso apresentado, o recorrente alegou que “não há qualquer contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1ºITR/18”. Como essa declaração, a nosso ver, não se encontrava respaldada no que é preconizado pelos normativos que tratam da emissão de relatórios de auditoria, em especial a NBC TA 700 e NBC TA 705, foi efetuada consulta à área técnica especialista no assunto (SNC/GMA) por meio do Memorando nº 32/2018-CVM/SEP/GEA-2, em 10/08/2018.

13. Na mencionada consulta, foi questionado “se pode ser assegurado, a partir da leitura do Relatório dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras individuais e consolidadas de 31 de dezembro de 2017 e do Relatório dos auditores independentes sobre a revisão de Informações Trimestrais - ITR de 31/03/2018 da BRPharma, **que as demonstrações contábeis foram auditadas** e o Auditor Independente não teria qualquer “contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1ºITR/18.””.

14. A resposta daquela área técnica comunicada à GEA-2 no Memorando nº 6/2018-CVM/SNC/GNA de 10/08/2018 destacou os itens 9, A1 e 19 da NBC TA 705 e o item 16 da NBC TA 570 concluindo que:

*"da leitura dos normativos profissionais acima transcritos em conjunto com as informações constantes do relatório de auditoria das demonstrações contábeis de 31.12.2017 e do relatório de revisão limitada da 1ª ITR/18, **entendo que não é possível afirmar**, com as informações disponíveis, que o "Auditor Independente não teria qualquer "contestação sobre a veracidade e adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18", como alegado pela recorrente."*

15. Além disso, o mesmo memorando apontou que "considerando que o tema envolve a interpretação do posicionamento do auditor, entendo que devemos estender a análise para verificação da adequação do procedimento adotado pelo auditor e seu julgamento quanto à gradação dos eventos, principalmente, ao obter sua manifestação sobre os fatos aqui discutidos e a manifestação da recorrente em relação à sua posição quanto às demonstrações da companhia. Assim, esta GNA irá proceder à solicitação de esclarecimentos à KPMG, para obtenção de subsídios adicionais à análise dessa GEA-2, e averiguações quanto ao desempenho da atividade de auditoria independente.", pelo que a GNA enviou o Ofício/CVM/SNC/GNA Nº 327/18 à KPMG.

16. Em 20/08/2018, foi encaminhada à GEA-2 a resposta ao Ofício supramencionado, na qual os auditores esclarecerem que:

*"Ainda que as referidas demonstrações financeiras e informações contábeis intermediárias individuais e consolidadas ("Demonstrações Contábeis") tenham sido elaboradas pela Brasil Pharma S/A e suas controladas ("Companhia") no pressuposto da continuidade operacional, devido ao fato de existirem incertezas significativas quanto ao desfecho do pedido de recuperação judicial da Companhia, **não nos foi possível concluir a respeito da propriedade do uso do pressuposto de continuidade operacional.***

*Entendemos que o desfecho de tal assunto poderá afetar as Demonstrações Contábeis de forma relevante e generalizada e, por consequência, nos abstermos de emitir opinião de auditoria e conclusão sobre elas, respectivamente. **Muito embora não tenhamos identificado outros assuntos que possam ter causado distorção material às referidas Demonstrações Contábeis, as incertezas quanto ao desfecho futuro do processo de recuperação judicial afetaram a capacidade da Companhia de efetuar uma avaliação quanto a realização de determinados ativos significativos da Companhia, inviabilizando assim a nossa capacidade de concluir quanto à adequada apresentação desses ativos, no conjunto das Demonstrações Contábeis como um todo.***

*Adicionalmente, enquanto o equacionamento dos passivos afetados não for definido, em função do estágio em que se encontra o pedido de recuperação judicial, **entendemos que o valor preditivo das referidas Demonstrações Contábeis, nessas circunstâncias específicas, fica muito prejudicado, de forma que essas Demonstrações Contábeis têm valor reduzido para os seus usuários, ainda que os possíveis efeitos decorrentes do desfecho sobre o processo de recuperação judicial sejam apenas sujeitos a divulgação, sendo reconhecíveis em períodos subsequentes.**" (grifos nossos).*

17. Em que pese a declaração da KPMG de não ter identificado outros assuntos "que possam ter causado distorção material às referidas

*Demonstrações Contábeis", os auditores entendem que as incertezas quanto ao desfecho do processo de recuperação judicial da BRPharma inviabilizam a capacidade dos auditores de concluir quanto à **adequada apresentação** de ativos significativos da Companhia, no conjunto das Demonstrações Contábeis como um todo.*

18. Nesse sentido, a KPMG manifesta entendimento de que "o valor preditivo das referidas Demonstrações Contábeis, nessas circunstâncias específicas, fica muito prejudicado, de forma que essas Demonstrações Contábeis têm valor reduzido para os seus usuários".

19. Dessa forma, com base nos normativos que tratam da emissão de relatórios de auditoria, no posicionamento da GNA, por intermédio do Memorando nº 6/2018-CVM/SNC/GNA de 10/08/2018, e nos esclarecimentos do auditor independente que emitiu os relatórios de auditoria e de revisão limitada sobre as demonstrações contábeis de 31/12/2017 e sobre as informações trimestrais de 31/03/2018, podemos concluir que não prospera a alegação do recorrente de que não há qualquer contestação sobre a adequação das informações contábeis descritas nas DFs/17 e no 1º ITR/18.

20. Em adição, cabe deixar consignado que na Declaração dos Diretores sobre o Parecer dos Auditores Independentes das Demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2017, os Diretores da Brasil Pharma S.A declaram que:

*i) reviram, discutiram e concordaram com as opiniões expressas no relatório de revisão dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2017; e*

*ii) reviram, discutiram e concordaram com as demonstrações financeiras do exercício findo em 31 de dezembro de 2017.*

*E, no mesmo sentido, constou no Formulário ITR de 31/03/2018 a declaração dos Diretores da Brasil Pharma S.A de que:*

*(i) reviram, discutiram e concordaram com as opiniões expressas no relatório de revisão dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras do período de três meses findo em 31 de março 2018; e*

*ii) reviram, discutiram e concordaram com as demonstrações financeiras do período de três meses findo em 31 de março 2018.*

21. Assim, também não poderia ser alegada pela administração da BRPharma desconhecimento ou discordância a respeito da conclusão dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras."

56. Dessa forma, vê-se que as alegações apresentadas pelo Recorrente no sentido de que as DF's de 31/12/2017 e o ITR de 31/03/2018 não apresentam quaisquer problemas de cunho informacional, mas tão somente o princípio da continuidade não poderia ser assegurado no que tange à Companhia, por conta de se encontrar, em conjunto com suas controladas, em recuperação judicial, não parece ser exatamente o que ocorreu no presente caso.

57. A despeito disso, ainda que fosse somente essa a questão, o fato é o Auditor Independente, tendo em vista as incertezas relevantes relacionadas ao futuro da Companhia, por conta do estágio atual de seu processo de recuperação judicial, entendeu "não é [ser] possível determinar, no estágio atual, qual será o desfecho desse assunto, seus impactos nas demonstrações financeiras, bem como concluirmos se o pressuposto de continuidade operacional, base para a elaboração das demonstrações financeiras, é apropriado", situação que, por si só, a nosso ver, não permite que seus acionistas estejam aptos a tomarem uma decisão refletida e independente sobre eventual OPA a ser realizada com base em tais informações, ou com base em quaisquer documentos elaborados com base em tais informações, como é o caso do Laudo de Avaliação e do Instrumento de OPA.

58. No que tange aos argumentos apresentados pelo Recorrente com relação ao SBR da SEP, cabe destacar os seguintes esclarecimentos prestados por aquela área técnica, por meio de seu Relatório nº 122/2018-CVM/SEP/GEA-2, com grifos originais:

**"22. Em relação à interpretação dos critérios para a Ação Específica 1 do Evento de Risco 3 do SBR da SEP, esclarecemos que, conforme define a Deliberação 757/16, o SBR (Sistema De Supervisão Baseada Em Risco)**

está inserido no SGR (Sistema Integrado de Gestão de Riscos) que tem como objetivo assegurar o **cumprimento dos mandatos legais da Autarquia fixados na Lei nº 6.385/76**, por meio de processos que visem a identificar, analisar, avaliar e tratar **os riscos definidos e classificados nos termos desta Deliberação**.

23. O artigo 18 da mesma deliberação, estabelece que o SBR tem por objetivos:

I – identificar os riscos a que está exposto o mercado supervisionado;

II – dimensionar tais riscos, classificando-os inclusive segundo níveis de dano potencial e probabilidade de ocorrência;

III – estabelecer formas de mitigar os riscos identificados e dimensionados; e

IV – controlar e monitorar a ocorrência dos eventos de risco.

24. Quando a Companhia afirma que "(...) a SEP discerne opiniões modificadas decorrentes, por exemplo, de limitações ao trabalho do auditor – que, em sua visão, representam eventos de risco a serem considerados em sua supervisão, de opiniões modificadas em decorrência de situações particulares vivenciadas pela companhia – que, conforme se extrai do SBR, **não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras**.", ela infere que a SEP não vê inconsistências ou irregularidades nas DFs de Cias em Recuperação Judicial porque elas foram excluídas do plano.

25. E vai além, apontando que “as opiniões modificadas dessa natureza [decorrentes de pedido de recuperação judicial], por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contêm inconsistências em seu teor.”

26. Recorrendo à interpretação autêntica, haja vista que o plano proposto por esta Superintendência foi aprovado na íntegra pelo Colegiado, assegura-se que tais afirmações não são verdadeiras.

27. Inicialmente, ressaltamos que os eventos são priorizados e, especificamente no atual biênio, as opiniões modificadas decorrentes de recuperação judicial foram excluídas somente da Ação Específica 1.

28. Esclarece-se que o motivo para essas Companhias serem excluídas de tal ação é o **propósito** do SBR e a consequente **escolha e priorização** de ações que farão parte do plano.

29. Tendo em vista o **escopo** do evento de risco nº 3 do plano de supervisão de companhias abertas, foram priorizadas ações de supervisão relativas à análise de demonstrações financeiras acompanhadas de relatório de auditoria com opinião modificada, excluindo do rol de análises realizadas, entre outros critérios, as companhias em recuperação judicial (ação específica 1).

30. Em suma, a limitação de escopo não tem qualquer condão de apontar que a SEP considera que as demonstrações financeiras objeto de relatórios de auditoria com opiniões modificadas decorrentes de recuperação judicial não contêm inconsistências em seu teor.

31. Ou seja, a alegação contida no parágrafo 54 do Recurso de que “a SEP discerne opiniões modificadas (...) que, conforme se extrai do SBR, não consistem eventos de risco que possam revelar inconsistências ou irregularidades nas demonstrações financeiras” **não procede**.

32. Assim como **não procede** a inferência feita pelo recorrente de que na visão da CVM “as opiniões modificadas dessa natureza, por si só, não representam um risco ou mesmo um indício de que as demonstrações financeiras objeto de tais relatórios de auditoria contêm inconsistências em seu teor” contida no parágrafo 57 do Recurso.

33. Assim sendo, a declaração contida no parágrafo 52 do recurso **não procede**, pois a limitação de atuação de supervisão da SEP aos

*relatórios de auditoria com opinião modificada não indica* quais DFs de fato são considerados um importante evento de risco.

34. Por último, lembramos que as demonstrações financeiras de companhias em recuperação judicial podem ser analisadas pela CVM em outras ações específicas do SBR, além de poderem ser analisadas em situações que não estão sob a abrangência do SBR, mas que estão inseridas na competência estabelecida para CVM na lei nº 6.385/76, como, por exemplo, nos casos de registro de companhia aberta, de registro de ofertas de valores mobiliários ou de reclamações.”

59. No que se refere à seção constante do Recurso denominada “Existência de informações suficientes para tomada de decisão dos acionistas”, cabe destacar os seguintes argumentos apresentados:

(i) o inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361 permite que o avaliador utilize na elaboração do laudo de avaliação, além das demonstrações financeiras auditadas, informações gerenciais relativas à companhia avaliada, devendo o avaliador aceitar tais informações apenas se julgá-las consistentes, o que revela que os acionistas poderão decidir sobre a aceitação ou não em uma OPA com base em informações que não foram auditadas, mas apenas apreciadas pelo avaliador e julgadas como consistentes; e

(ii) “os acionistas têm elementos informacionais que lhes permitem avaliar três cenários distintos para a Companhia: (i) a situação atual retratada nas demonstrações contábeis e nos formulários ITR; (ii) a hipótese de inviabilidade operacional retratada pelo patrimônio líquido a preços de mercado; e (iii) o cenário de sucesso do Plano de Recuperação Judicial e soerguimento da Companhia desenhado no Laudo de Avaliação”, o que, na visão do Recorrente, seria suficiente para os acionistas objeto OPA tomarem uma decisão refletida e independente sobre sua aceitação ou não à OPA.

60. Quanto ao fato de o avaliador poder se utilizar de informações gerenciais na elaboração de laudo de avaliação para fins de OPA, o que é reconhecido pela própria Instrução CVM 361, entendemos que tal possibilidade não diminui a importância da utilização das demonstrações financeiras auditadas, uma vez que essas são as informações que devem servir de base na elaboração do referido documento, conforme consta expressamente do item III do Anexo III da citada Instrução<sup>[11]</sup>.

61. Apenas reforça o acima exposto o fato de, no presente, ainda que o Avaliador possa ter declarado que se utilizou de informações que julgou consistentes na elaboração do Laudo de Avaliação, inseriu diversos mitigadores quanto a essa declaração, conforme pode ser inferido de trecho da nota nº 8 da página 65 do referido documento, conforme abaixo transcrito:

*“No âmbito da nossa revisão, consideramos as Informações consistentes, **porém não assumimos qualquer responsabilidade por investigações independentes de nenhuma das Informações e confiamos que tais informações estavam completas e precisas em todos os aspectos relevantes.**”* (grifo nosso)

62. Ademais, conforme mencionamos no parágrafo 46 acima, as demonstrações financeiras auditadas de companhia objeto de OPA não são utilizadas apenas para fins de elaboração do laudo de avaliação, mas também para o cálculo dos indicadores econômico-financeiros de tal companhia, os quais devem constar do Instrumento de OPA, nos termos do item I, h), 2., do Anexo II da Instrução CVM 361<sup>[12]</sup>.

63. Quanto ao argumento de que os acionistas objeto da OPA contam com informações suficientes para tomarem uma decisão refletida e independente com relação à sua aceitação na Oferta, pelo fato de terem à sua disposição (i) as Demonstrações Financeiras da Companhia, que retratariam sua situação atual, sem considerar a implementação do Plano de Recuperação Judicial, (ii) o relatório elaborado pela APSIS Consultoria Empresarial Ltda. (“APSI”), avaliando a Companhia pelo método do patrimônio líquido a preços de mercado, que retrataria a hipótese de sua liquidação e (iii) o Laudo de Avaliação, que avalia a Companhia sob a perspectiva da implementação de seu Plano de Recuperação Judicial, que retrataria o cenário de sua continuidade, cabe mencionar que tais informações, a nosso ver, apenas realçam o cenário de incerteza ao qual os acionistas objeto da OPA estarão submetidos caso a Oferta venha a ocorrer nas condições atuais.

64. Isso porque, conforme se verifica dos documentos acima citados, (i) os valores patrimoniais por ação com base nas Demonstrações Financeiras da Companhia de 31/12/2017 e no ITR de 31/03/2018 resultam respectivamente em R\$ -11,64 e R\$ -12,99, (ii) o valor patrimonial a preços de mercado por ação com base no relatório elaborado pela APSIS

resulta em R\$ -9,60 e (iii) o valor por ação obtido por meio do Laudo de Avaliação estaria no intervalo entre R\$ 0,86 e R\$ 0,95.

65. Dessa forma, ainda que pudéssemos considerar os documentos acima mencionados como passíveis de serem utilizados no âmbito da Oferta, o que fazemos apenas para fins de argumentação<sup>[13]</sup>, o fato é que não estaria sendo observado, no presente caso, o regulamento vigente, uma vez que: (i) o Laudo de Avaliação foi elaborado com base em demonstrações financeiras com abstenção de opinião por parte do auditor independente, não atendendo ao que preceitua o inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361; e (ii) os indicadores econômico-financeiros da companhia objeto a serem inseridos no Instrumento de OPA estariam sendo calculados com base em demonstrações financeiras nessa mesma situação, não atendendo ao que prevê o item I, h), 2., do Anexo II da referida Instrução.

66. No que tange à seção constante do Recurso denominada “*Não aplicação do precedente citado*”, cabe destacar os seguintes argumentos apresentados:

(i) “*ao contrário do precedente em que se pleiteava a dispensa do laudo, a presente OPA conta com Laudo de Avaliação preparado por uma instituição independente, em estrita observância aos requisitos da ICVM 361/02 e às regras do Novo Mercado*”;

(ii) “*aquela companhia [a Iguazu Celulose, Papel S.A.] sequer tinha apresentado as suas informações financeiras mais atualizadas, estando, na visão da SRE, então inadimplente com suas obrigações periódicas. No presente caso, a BRPharma apresentou tanto as DFs/17 quanto o 1º ITR/18, não havendo pendências desta ordem junto à CVM*”;

(iii) “*no precedente citado, o relatório de auditoria sobre as últimas informações financeiras disponibilizadas apresentavam ressalvas sobre aspectos contábeis que colocavam em questão os dados constantes das demonstrações – o que poderia prejudicar a adequada tomada de decisão dos acionistas destinatários da oferta – especialmente considerando a eventual dispensa da elaboração do laudo de avaliação*”; e

(iv) “*conforme elucidado ao longo deste Recurso, a abstenção de opinião nos relatórios da KPMG não decorre de quaisquer indícios de inconsistência nas demonstrações financeiras da Companhia – que poderiam impedir o adequado entendimento sobre sua situação econômico-financeira – mas apenas do fato de a Companhia estar em recuperação judicial*”.

67. Com relação a tais argumentos, reiteramos entendimento manifestado anteriormente no presente Memorando, nos seguintes termos:

“42. No precedente supra, o preço da OPA (R\$ 1,62/ação) foi calculado com base no valor do patrimônio líquido contábil apurado por meio das Demonstrações Financeiras da companhia objeto relativas a 31/03/2015, tendo havido concordância prévia com esse preço por parte de acionistas titulares de 77,4% das ações em circulação, fato que embasou o pedido de dispensa de elaboração de laudo de avaliação naquele caso.

43. A despeito disso, o Colegiado da CVM entendeu ser necessário, para a realização da OPA, que as Demonstrações Financeiras de 31/12/2015 e o Formulário ITR de 31/03/2016 fossem entregues à CVM acompanhados de relatório de auditoria (ou relatório de revisão especial) sem opinião modificada, ainda que tenha reconhecido que o valor do patrimônio líquido contábil proveniente dessas informações não teriam o condão de modificar o preço da oferta.

44. Nesse sentido, **verifica-se que a importância da qualidade das informações periódicas encaminhadas à CVM, especialmente quando há uma OPA a ser realizada, não se limita à definição do preço dessa OPA, mas vai além, compondo o arcabouço informacional mínimo necessário para que seus acionistas objeto sejam dotados dos elementos necessários a uma tomada de decisão refletida e independente quanto à sua aceitação.**”

68. Por fim, quanto à seção constante do Recurso denominada “*Desproporcionalidade da Decisão*”, cabe destacar os seguintes argumentos apresentados:

(i) “*a exigência constante do Ofício também se afigura desproporcional na medida em que além de impedir o cumprimento de determinação regulamentar da B3, prejudica os acionistas destinatários da oferta que, atualmente, encontram-se “presos” a um investimento sem liquidez*”;



(ii) “visto que a ausência de opinião é recorrente em situações de ajuizamento de pedido de recuperação judicial, se for mantida a decisão desta ilustre SRE estar-se-á decretando a completa impossibilidade de companhias nessa situação excepcional e delicada serem objeto de OPAs”;

(iii) “ao se proibir a realização da OPA neste momento, condenar-se-á esse acionista, que poderia receber no âmbito da oferta um valor justo definido em laudo de avaliação por suas ações, a continuar preso na Companhia”; e

(iv) “o acionista minoritário encarcerado na ausência de liquidez correrá o risco de o Plano de Recuperação Judicial não ser aprovado ou não ser suficiente para evitar a falência da Companhia.”

“Nessa hipótese, será que alguém poderia afirmar que esse acionista de uma companhia então falida e sem liquidez no mercado teve seus direitos preservados pelo órgão regulador?”

“Ou será que, sob o postulado de proteger o acionista de sua suposta ignorância, o órgão regulador o terá condenado a um prejuízo sem fim?”

69. No que se refere ao argumento de que os acionistas minoritários estariam “presos” em um investimento sem liquidez, após o aumento de capital que reduziu drasticamente o percentual de ações em circulação, e a OPA seria uma alternativa para seu desinvestimento, considerando ainda a situação de *stress* pela qual a Companhia está passando, cabe mencionar que o número de ações em circulação existente hoje[14] é aproximadamente 38% maior que aquele que havia anteriormente ao referido aumento de capital[15], o qual ensejou o desenquadramento do *free float* da Companhia sob regras do Novo Mercado vigente à época.

70. Nesse sentido, caso não tivesse havido o referido aumento de capital e a Companhia não tivesse se desenquadrado nas regras do Novo Mercado, provavelmente a OPA em questão não estaria sequer sendo aventada.

71. Ainda que se reconheça que o fato de a Companhia ter entrado em processo de Recuperação Judicial possa ter impactado negativamente a liquidez das ações de sua emissão, por conta das incertezas inerentes a tal processo, expor os acionistas minoritários a uma OPA nesse momento, chamando-os a decidir sobre liquidar ou não suas posições em meio a um arcabouço informacional que não lhes permite uma tomada de decisão refletida e independente, não é, como vimos, uma solução que se coaduna com os princípios constantes da Instrução CVM 361.

72. Há que se pontuar ainda que, a despeito de o Recorrente se mostrar preocupado com a situação atual dos acionistas minoritários da Companhia, defendendo que a OPA que se pretende realizar seria a única saída a tais acionistas, considerando a baixa liquidez das ações em circulação, ao ser questionado por esta área técnica sobre se iria ou não solicitar a dispensa dos limites de 1/3 e 2/3 de que trata o art. 15 da Instrução CVM 361, respondeu que não iria fazê-lo, mesmo sabendo que tal dispensa é expressamente prevista na referida Instrução[16] para OPA de saída de segmento especial de negociação, como ocorre no presente caso, dispensa essa que inclusive pode ser analisada diretamente por esta área técnica, uma vez que o Colegiado da CVM assim deliberou sobre a matéria[17].

73. Dessa forma, vê-se que o Recorrente, mesmo sabendo que a dispensa do dispositivo normativo supramencionado é comum em casos como este, preferiu observar os referidos limites em sua OPA, de forma que, caso a Oferta fosse aceita por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, só seriam adquiridas ações representativas de 1/3 do *free float*, mediante rateio proporcional entre os aceitantes, o que demonstra que a OPA, da forma proposta pelo Recorrente, ainda que pudesse ser realizada, possivelmente não representaria o evento de liquidez que solucionaria os supostos problemas aos quais os acionistas minoritários da Companhia estariam expostos.

## VI. Conclusão

74. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente recurso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, nos termos do inciso III da Deliberação CVM 463, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, sugerindo a manutenção da decisão desta área técnica, constante do Ofício nº 198/2018/CVM/SRE/GER-1, de que a OPA somente poderá ocorrer após a Companhia encaminhar à CVM as Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e do 1ºITR/18, acompanhadas de relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, por entendermos que:

(i) as informações contábeis recentes da Companhia atualmente disponíveis

(Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18) não permitem que os acionistas objeto de eventual OPA a ser realizada tomem uma decisão refletida e independente quanto à sua aceitação, nos termos do inciso II do art. 4º da Instrução CVM 361; e

(ii) as informações contábeis da Companhia utilizadas na elaboração do Laudo de Avaliação apresentado no âmbito da OPA não observam, na essência, o disposto no inciso III do Anexo III da Instrução CVM 361, uma vez que a utilização de informações sobre as quais o auditor se absteve de emitir opinião não cumpre com o objetivo central de tal requisito normativo, qual seja, que o laudo de avaliação seja elaborado com base em informações fidedignas.

---

[1] Novo Mercado – Item 10.1.1 - A escolha da instituição ou empresa especializada responsável pela determinação do Valor Econômico da Companhia é de competência privativa da assembleia geral, a partir da apresentação, pelo conselho de administração, de lista tríplice, devendo a respectiva deliberação, não se computando os votos em branco, ser tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das Ações em Circulação presentes naquela assembleia, que se instalada em primeira convocação deverá contar com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 20% (vinte por cento) do total de Ações em Circulação, ou que se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número de acionistas representantes das Ações em Circulação.

[2] Deliberação CVM 463/03: “I - Das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários - CVM caberá recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da sua ciência pelo interessado”.

[3] Regulamento de Listagem do Novo Mercado (vigente até 1º de janeiro de 2018): “2.1 Termos Definidos. Neste Regulamento, os termos abaixo, em sua forma plural ou singular, terão os seguintes significados: ‘Percentual Mínimo de Ações em Circulação’ significa as Ações em Circulação que a Companhia deve ter para ser admitida no Novo Mercado, percentual esse que deve ser mantido durante todo o período em que os valores mobiliários por ela emitidos permaneçam registrados para negociação no Novo Mercado, as quais devem totalizar pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do total do capital social da Companhia”.

[4] Regulamento de Listagem do Novo Mercado (vigente até 1º de janeiro de 2018): “7.3 Percentual Mínimo de Ações em Circulação após Aumento de Capital. Na ocorrência de um aumento de capital que não tenha sido integralmente subscrito por quem tinha direito de preferência ou que não tenha contado com número suficiente de interessados na respectiva oferta pública de distribuição, a subscrição total ou parcial de tal aumento de capital pelo Acionista Controlador obriga-lo-á a tomar as medidas necessárias para recompor o Percentual Mínimo de Ações em Circulação dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à homologação da subscrição”.

[5] Por meio do Ofício 104/2016-DP, a B3 deferiu parcialmente o pedido da Companhia e estendeu o prazo para recomposição do *free float* até 16.11.2017 mediante o cumprimento das seguintes condições:

I – Até a assembleia geral ordinária de 2017: (a) a elaboração de política de indicação, com critérios mínimos para a composição do conselho de administração e diretoria; (b) a eleição de, ao menos, 2 membros independentes ao conselho de administração da Companhia; e (c) a elaboração, aprovação e divulgação de política de transações com partes relacionadas;

e

II – Até 16.11.2017: adoção de Comitê de Auditoria Estatutário, nos termos da Instrução CVM n.º 308, de 14 de maio de 1999, conforme alterada.

[6] Regulamento de Listagem do Novo Mercado (vigente até 1º de janeiro de 2018): “11.2 Oferta pelo Acionista Controlador. Quando a saída da Companhia do Novo Mercado ocorrer para que os valores mobiliários por ela emitidos passem a ter registro para negociação fora do Novo Mercado, o Acionista Controlador deverá efetivar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da Companhia, no mínimo, pelo respectivo Valor Econômico, a ser apurado na forma prevista na Seção X deste Regulamento, respeitadas as normas legais e regulamentares aplicáveis. A notícia da realização da oferta pública deverá ser comunicada à BM&FBOVESPA e divulgada ao mercado imediatamente após a realização da assembleia geral da Companhia que houver aprovado a referida saída”.

[7] ICVM 361/02: “Art. 4º. Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários,

permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

[8] Anexo III da ICVM 361/02: “III – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes”.

[9] Plano Bial CVM de Supervisão Baseada em Risco para os anos de 2017-2018, p. 23. Disponível em:

[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso\\_informacao/planos/sbr/Plano\\_Bial\\_CVM\\_2017\\_2018.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/planos/sbr/Plano_Bial_CVM_2017_2018.pdf)

[10] Em desacordo com as disposições do item 74 do CPC 26 (R1), segundo o qual: “Quando a entidade quebrar um acordo contratual (*covenant*) de um empréstimo de longo prazo (índice de endividamento ou de cobertura de juros, por exemplo) ao término ou antes do término do período de reporte, tornando o passivo vencido e pagável à ordem do credor, o passivo deve ser classificado como circulante mesmo que o credor tenha concordado, após a data do balanço e antes da data de autorização para emissão das demonstrações contábeis, em não exigir pagamento antecipado como consequência da quebra do *covenant*. O passivo deve ser classificado como circulante porque, à data do balanço, a entidade não tem o direito incondicional de diferir a sua liquidação durante pelo menos doze meses após essa data”.

[11] “III – As informações constantes do laudo de avaliação **deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada**, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes.” (grifo nosso)

[12] “2. quadro demonstrativo dos indicadores econômico-financeiros da companhia objeto, relativos aos dois últimos exercícios e ao trimestre anterior disponibilizado à CVM, **elaborado em consonância com as informações periódicas enviadas à CVM**” (grifo nosso)

[13] Com a ressalva de que houve a abstenção de opinião do Auditor com relação às informações periódicas da Companhia utilizadas na elaboração do Laudo de Avaliação e do Edital e de que o relatório apresentado para fins de cálculo do patrimônio líquido a preços de mercado foi elaborado por terceiro, e não pelo Avaliador (que foi escolhido pelos acionistas minoritários da Companhia seguindo a regra prevista no Regulamento do Novo Mercado vigente à época).

[14] Formulário de Referência de 31/05/2018: 6.226.036 ações em circulação.

[15] Formulário de Referência de 18/01/2016: 4.515.701 ações em circulação.

[16] “Art. 35. A CVM *poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que:*

*I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e*

*II - o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador.”*

[17] Deliberação CVM nº 751/2016: “*Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para conceder dispensas à observância dos limites de que trata o artigo 15 da Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, nas ofertas públicas de aquisição de ações para saída dos segmentos especiais de negociação de valores mobiliários da BM&FBovespa.*”

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA  
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros - 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 20/08/2018, às 17:59, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 20/08/2018, às 17:59, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 20/08/2018, às 18:04, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 20/08/2018, às 21:51, com fundamento no art. 6º, § 1º, 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 **0581654** e o código CRC **57041690**.

*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" **0581654** and the "Código CRC" **57041690**.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 58/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2018.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Aditamento ao Memorando nº 57/2018/CVM/SRE/GER-1 - Processo CVM nº 19957.010832/2017-10**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de e-mail encaminhado pela Superintendência de Relações com Empresas - SEP em 20/08/2018 (documento 0581977), complementando a última posição encaminhada por aquela área técnica a respeito da atualização do registro de Brasil Pharma S.A. ("Companhia"), tudo no âmbito da intenção da Stigma II LLC, controladora da Companhia, de promover sua saída do segmento diferenciado de negociação da B3 S.A. denominado "Novo Mercado", com a conseqüente realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") voluntária.

2. Tal e-mail expôs o que segue:

*"Em aditamento ao Memorando nº 34/2018-CVM/SEP/GEA-2, informamos que, no que se refere ao envio de informações periódicas, atualmente a BRASIL PHARMA S.A. – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL encontra-se em atraso com relação ao Formulário ITR de 30/06/2018, que deveria ter sido arquivado até 14/08/2018.*

*De acordo com comunicado arquivado pela Companhia em 09/08/2018 (0581725), as informações trimestrais relativas ao 2º trimestre de 2018 devem ser divulgadas em 12/09/2018.*

**Nesse sentido, o registro de Companhia Aberta da BRASIL PHARMA S.A. – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL encontra-se desatualizado, não só pelo fato das Demonstrações Financeiras de 31/12/2017 e 1º ITR/18 conterem relatório de auditoria com opinião modificada, mas também pelo não envio de documentações periódicas requeridas pelo artigo 21 da Instrução CVM nº 480/09 (2º ITR/18)** (grifo nosso)

3. Diante do exposto, propomos encaminhar o presente Memorando ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, em aditamento ao Memorando nº 57/2018/CVM/SRE/GER-1 de 20/08/2018 ("Memorando 57/2018"), de modo que seja adicionada à seção "VI. Conclusão" do Memorando 57/2018 a necessidade, para que a OPA possa ocorrer, de a Companhia enviar as documentações periódicas requeridas pelo artigo

21 da Instrução CVM nº 480/09 (2º ITR/18), incluindo as Demonstrações Financeiras do 2º ITR/18 com relatório de auditoria sem opinião modificada ou sem ressalva que prejudique uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA.

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA  
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

DOV RAWET  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 22/08/2018, às 12:30, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 22/08/2018, às 12:30, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 22/08/2018, às 12:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 22/08/2018, às 19:58, com fundamento no art. 6º, § 1º, 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 **0583082** e o código CRC **0F04AFCD**.

*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" **0583082** and the "Código CRC" **0F04AFCD**.*

